



1290004057

TCC/UNICAMP
N689i
IE

UNICAMP – Universidade Estadual de Campinas



IE – Instituto de Economia

CEDOC - IE - UNICAMP

**A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM
UM CENÁRIO DE REDUÇÃO DA TAXA DE JUROS**

RICARDO ALVES NOGUEIRA

CEDOC - IE - UNICAMP

CAMPINAS, 2009.

Taxa de juros

UNICAMP – Universidade Estadual de Campinas



IE – Instituto de Economia

A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM UM CENÁRIO DE REDUÇÃO DA TAXA DE JUROS

Ricardo Alves Nogueira

Monografia de Graduação apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas, sob a orientação da Profa. Dra.
Maria Alejandra Madi

Instituto de Economia

Campinas, 2009.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, à minha família, em especial aos meus pais, pelo incentivo, confiança e apoio, e pelo fato da conquista desta etapa ter fundamental participação deles. À minha orientadora, Profa. Dra. Maria Alejandra Madi, pela dedicação, críticas construtivas e ensinamentos.

A minha namorada paciente e compreensiva pelos inúmeros fins de semana de intensa dedicação ao meu lado. Aos meus amigos pelo grande incentivo e paciência. Aos colegas de mercado financeiro pelo interesse, apoio, sugestões, discussões e compartilhamento de conhecimentos. E por fim, a minha faculdade, um grande exemplo de instituição pública de ensino, que forneceu a base sólida de meus conhecimentos, e me proveu de momentos inesquecíveis.

Sumário

Introdução.....	5
Capítulo 1	8
A Indústria de Fundos de Investimento Nacional	8
1.1 - Introdução.....	8
1.2 - O surgimento e a maturação da indústria de fundos (1965-1993)	8
1.3 - Estabilização econômica e consolidação da indústria de fundos (1994 - 2004)	22
Capítulo 2	29
A Relação da Indústria de Fundos de Investimento com a Evolução da Taxa de Juros no Brasil - 1988 a 2004.....	29
2.1 - Introdução.....	29
2.2 - O ambiente econômico do final do Governo Sarney	30
2.3 - Plano Collor I	40
2.4 - Plano Collor II.....	49
2.5 - Plano Real	55
2.6 - Pós-Real: Sistema de Metas de Inflação	64
Capítulo 3	78
A Evolução do Perfil do Investidor Nacional, dentro de um cenário de redução de juros.78	
3.1 - Introdução.....	78
3.2 – Mudanças no Perfil do Investidor Nacional	78
Conclusões.....	91
Referências Bibliográficas.....	914

Introdução

Na década de 80 até a metade dos anos 90, realizar um investimento financeiro no Brasil era sinônimo de aplicar dinheiro no overnight, operações que consistiam em emprestar dinheiro aos bancos por um dia útil e ser remunerado pelos juros equivalentes neste dia. Este instrumento foi desenvolvido pelos bancos como uma oferta à demanda dos investidores em aplicações que representassem ativos quase-moedas. Durante essa fase de instabilidade econômica vivida pela economia brasileira, observou-se a proliferação de fundos detentores de liquidez quase total. Dentro de uma dinâmica onde o processo inflacionário estava instalado nas expectativas de preços futuros, a preferência pela liquidez dos agentes moldou a evolução da indústria de fundos de investimento. Desta forma, nesta primeira fase da indústria de fundos, o investidor nacional concentrava seus rendimentos em títulos públicos, os quais apresentavam rentabilidade bastante elevada, com riscos e prazos menores que a média do mercado. A magnitude da aversão ao risco, dada a inflação inercial verificada na época que comprimia o poder aquisitivo, e a rentabilidade superior em renda fixa gerada pelos juros correntes definiram a cultura defensiva do investidor brasileiro.

A estabilidade econômica alcançada a partir do Plano Real em 1994 proporcionou a implementação de taxas de juros nominais menores, porém ainda acima da média. A bagagem de carga inflacionaria na memória do investidor fez com que a carteira de investimento fosse determinada por retornos acima da inflação de forma ainda defensiva. A ocorrência de crises internacionais que atingiram a política monetária brasileira no sentido de uma persistente alta da taxa de juros fez com que a indústria de fundos ainda se concentrasse na renda fixa, principalmente em ativos ligados a títulos públicos.

Depois de alcançado o primeiro passo de controle inflacionário, no ano de 2002 viu-se um crescente aumento na participação dos fundos relacionados à renda variável. Após passado a intensa volatilidade das taxas de juros nacional pelos impactos das crises internacionais, a indústria de fundos iniciou seu processo de reversão histórica na importância da renda variável no setor. Este foi o ponto de inflexão para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, que começou a ser atrativo em frente

à aplicação de renda fixa. Os agentes do mercado financeiro iniciaram sua abertura ao risco, depois de solidificar sua confiança na autoridade monetária e na transparência do sistema financeiro.

Antes disso, os investimentos financeiros no Brasil concentravam-se em títulos públicos, os quais apresentavam rentabilidades bastante elevadas com riscos bem menores que em comparação com outras alternativas

Neste cenário, se agregássemos ao retorno dos ativos de renda fixa à taxa de administração cobrada pelos fundos de investimento, ficaríamos bem próximos ao resultado da poupança, já que esta é isenta de imposto de renda, ou seja, a um patamar equivalente do investimento mais popular, porém o menos rentável dentro das opções da indústria dos fundos de investimento. Assim, a partir desta data que se inicia uma transição no sistema financeiro nacional, em que os aplicadores buscam maiores retornos, e indubitavelmente, se expõem aos maiores riscos. Verifica-se então uma migração constante e crescente para o mercado de renda variável, tendo em vista a previsão de rentabilidade comparada com o mercado de renda fixa em um cenário de queda de juros.

O objetivo deste trabalho é estudar como reduções nas taxas de juros influenciaram a indústria de fundos de investimento, mais especificamente do período 1986 até 2006. Será estudada a evolução desse setor, evidenciando a tendência de crescente proporção dos fundos relacionados à renda variável aos fundos de renda fixa. Desta forma, evidências indicam que o perfil do investidor nacional se transformou perante a última década, no sentido de assumir cada vez mais posições mais arriscadas em busca a uma maior rentabilidade, tendo em vista um cenário de redução das taxas de juros reais. Assim, pode-se revelar que o fator determinante na alteração do panorama da indústria de fundos de investimento foi à redução nas taxas de juros reais praticadas no Brasil, principalmente a partir de 2002.

E a redução das taxas de juros no Brasil tem diminuído esse campo de aversão ao risco, na mesma medida em que aumenta a rentabilidade da renda variável em relação à renda fixa. Este processo de redução da taxa de juros reais da economia brasileira trouxe conseqüências profundas no perfil do investidor brasileiro, cujo limite à aversão ao risco

foi ampliado, e na indústria de fundos de investimento nacional com a origem de novas categorias financeiras.

No entanto, podemos verificar que, conforme se torna aguda a volatilidade monetária do país, mais os aplicadores se voltam para o mercado de renda fixa, dada o sua cultura defensiva adquirida nas últimas décadas.

O presente estudo defende a tese de que a redução nos juros reais brasileiros não somente propiciou um ambiente favorável para outras modalidades de investimento frente aos títulos de renda fixa, mas gerou o desenvolvimento do arcabouço institucional necessário para a introdução do mercado de renda variável, e, além disso, introduziu uma nova filosofia ao investidor nacional menos avesso ao risco. Depois de se implementado institucionalmente e passado os tremores políticas de falta de confiança, a indústria de fundos de investimento assim pôde experimentar uma evolução em sua composição.

Capítulo 1

A Indústria de Fundos de Investimento Nacional

1.1 - Introdução

No mercado financeiro nacional, tem-se a disposição milhares de fundos de investimento. Cada fundo possui política de investimento e composição de carteira que variam das mais conservadoras as mais arrojadas. Agora popular e disseminado, a indústria de fundos de investimento sofreu uma evolução como setor desde a sua origem na década de 60, desenvolvendo-se até sua relativa maturação nos dias de hoje. A maturação recente apresentada pela indústria de fundos se caracteriza tanto por regras bem estáveis e consolidadas no mercado financeiro nacional, quanto pela mudança sustentada do perfil do investidor nacional. Neste capítulo serão destacados os principais marcos do setor de fundos, desde a sua origem datada em 1965, até o período de 2004, ano em que a economia brasileira conviveu em um ambiente com taxas de juros declinantes. O presente será desenvolvido capítulo de forma cronológica, iniciando-o com um tópico relatando a origem o setor de fundos de investimentos no Brasil até o final da década de 90. Em consequente, será trabalhado um tópico com o acompanhamento da indústria de fundos em seu período mais recente até o ano de 2004, ano base tido pelo atual estudo como um período de importante redução das taxas de juros reais da economia brasileira. Com o intuito de fornecer uma sustentação histórica, serão trabalhados os acontecimentos econômicos e políticos determinantes para a trajetória evolutiva da indústria de fundos de investimento.

1.2 - O surgimento e a maturação da indústria de fundos (1965-1993)

A indústria de fundos de investimento nacional tem sua história iniciada no ano de 1965. Neste período, o país não se encontrava dentro de um processo inflacionário e a capacidade produtiva apresentava um viés expansivo. Este cenário econômico brasileiro positivo permitiu uma capitalização via emissão de ações no mercado empresarial nacional.

Entretanto, as reduzidas dimensões do mercado acionário brasileiro conferiam baixa liquidez aos fundos, enquanto a instabilidade macroeconômica, especialmente aceleração da inflação, estimulou a preferência por papéis de curtíssimo prazo. Esses dois fatores estão entre os mais importantes dentre aqueles que respondem pela limitada dimensão dessa indústria (Codimec, 1979; Zibecchi, 1998).

Para isso alavancar esse dimensionamento, era necessária uma maior abertura ao mercado de capitais, que logo o governo atendeu esta demanda e criou os Fundos de Ações, no intuito de promover este movimento. Porém, somente esta medida não foi suficiente para amparar a crescente demanda por emissões de ações. Em 1967, o governo criou uma segunda modalidade de fundos através do Decreto 157, que seria chamado de Fundo 157. Esta modalidade de fundo procurava educar o investidor no investimento em ações, investimento bem inovador e considerado arriscado na época. No sentido de promovê-lo, o fundo oferecia um abatimento no Imposto de Renda (IR) de parte das aplicações no mercado de ações. A intenção por trás da criação dos fundos era gerar recursos, através da aquisição de ações e debêntures nos mercados primários, para a capitalização de empresas, nas quais atravessaram uma etapa recessiva particularmente severa e encontraram em dificuldades para obter recursos destinados até mesmo ao capital de giro. Porém, dada a alterações na legislação dos fundos no sentido de alocar recursos em ações em bolsa, os Fundos 157 vão deixando de ter como objetivo principal a capitalização das empresas e passam a focar a eficiência na gestão da carteira, com vistas à maximização do valor das cotas. Essa mudança vai direcionando os fundos para a aquisição de ações que conferissem maior retorno ajustado ao risco.

Desta forma, a princípio, os Fundos 157 deveriam investir parte substancial de seus recursos diretamente nas mãos das empresas. A mudança de concepção sobre o papel dos fundos foi se refletindo na maior liberdade para aplicações no mercado de ações. Segundo Machado (1982), com as modificações nas suas regras de funcionamento, os fundos foram adquirindo um caráter de fundo mútuo de investimento, abandonando a postura inicialmente adotada de fundo de capitalização, como inicialmente idealizado.

Após poucos anos, o fomento no mercado de ações brasileiro foi tão significativo, que os preços das ações permaneceram dentro de uma forte tendência altista por um largo período de tempo, fazendo com que empresas emitissem ações sem nenhuma base técnica

e capacidade de remuneração. Os efeitos das reformas nos mercados de capitais, como os incentivos para abertura de capital e aplicações em bolsa em meio a uma conjuntura econômica expansiva, foram extremamente positivos para a valorização de ações. A partir de 1968, as bolsas apresentaram grande valorização real, com auge nos anos de 1969 e 1971, quando a valorização real anual foi da ordem de 210%. Esse rendimento não foi superado por qualquer outra alternativa de aplicação financeira no período.

Tabela 1.2.1 – Rentabilidade Nominal dos Fundos e Mercado de Capitais

Data	Rentabilidade Nominal dos Fundos 157	Mercado de Capitais - Rentabilidade Nominal		CDBs
		IBV	IBOVESPA	
1969	-	276,7	171	
1970	-	104	50	23,6
1971	-	125	166,7	22,6
1972	-42,7	-46	-23,7	20
1973	2	-22	-10,8	19,6
1974	0	-4	1,8	24,4
1975	38	38,7	56,3	27,6
1976	38,4	17	28,5	30,9
1977	46,1	27	24,7	37,2
1978	31,2	22,3	31,1	38,5

Notas: IBV: Índice de Lucratividade Geral da Bolsa de Valores do RJ; IBOVESPA: Índice de Lucratividade da Bolsa de Valores de SP;
Fontes: Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID); Conjuntura Econômica (1973); Boletim do Banco Central, jul 1981

O comportamento da indústria de fundos mútuos respondeu prontamente à expansão das bolsas. O volume de recursos nos fundos mútuos cresceu fortemente, resultado da valorização das carteiras, majoritariamente compostas por ações, e da maior procura por parte dos investidores.

Tabela 1.2.2 – Haveres Financeiros de 1967 a 1983

Haveres Financeiros (R\$ Milhões)			
Anos	Caderneta de Poupança	Depósitos a Prazo	Fundos
1967	250,49	16.999,28	254,29
1968	1.034,86	6.248,49	405,47
1969	2.249,07	3.808,46	1.536,57
1970	4.424,59	9.440,26	3.440,17
1971	6.732,98	16.884,45	10.097,93
1972	11.860,96	26.234,36	6.109,56
1973	18.787,74	34.431,55	5.164,93
1974	28.606,51	33.102,46	3.393,22
1975	42.230,65	41.724,97	3.474,02
1976	56.219,99	38.233,19	3.960,19
1977	66.479,01	50.326,33	4.826,57
1978	77.243,68	60.593,86	4.318,55
1979	79.002,63	54.746,34	5.039,62
1980	70.688,66	45.884,60	4.536,80
1981	91.378,29	57.374,05	4.561,03
1982	103.905,86	65.260,07	4.877,51
1983	108.429,77	55.488,23	8.107,46

Fonte: Relatório e Boletim do Banco Central do Brasil

Porém, este crescimento inicial se mostrou desordenado e não demorou muito para ruir. A bolha especulativa formada pelos incentivos governamentais logo entrou em colapso, quando no ano de 1972 as bolsas nacionais vivenciaram sua primeira depressão. Após superior esta inversão inicial, o governo criou em 1976 a Lei das Sociedades Anônimas, que proveu bases jurídicas e legais para o mercado de ações. No mesmo ano, o governo criou a Comissão de Valores Imobiliários (CVM) para normatização técnica do mercado de ações e dos demais fundos vigentes.

Tabela 1.2.3 – Evolução do Valor da Carteira dos Fundos 157

Evolução do Valor da Carteira dos Fundos 157 (R\$ Milhões)		
Ano	Fundos 157	Índice de Bolsa de Valores (em real %)
1967	-	0,47
1968	-	39,45
1969	-	176,76
1970	818,58	41,12
1971	1.667,27	179,07
1972	1.213,30	-34,58
1973	1.881,30	-32,49
1974	1.375,68	-28,80
1975	1.882,55	20,76
1976	2.902,05	-14,67
1977	4.030,82	-15,91
1978	3.679,94	-13,36
1979	4.570,76	-41,21
1980	4.202,58	0,84
1981	4.284,05	11,68
1982	4.301,43	-27,90
1983	5.162,28	149,75
1984	6.030,70	87,24

Nota: Deflator: IGP DI
Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil, vari

A partir de 1972, os fundos mútuos começam a mudar sua estratégia, orientados pelos sinais de curto prazo da economia. Assim, na medida em que as bolsas começam a apresentar baixos retornos, os fundos, inicialmente, diminuem suas aplicações líquidas e, já em 1973, começam a fazer retiradas líquidas de recursos, num movimento que vai durar até o final da década.

Tabela 1.2.4 – Ingresso Líquido de Recursos de Investidores Institucionais em Ações

Ingresso Líquido de Recursos de Investidores Institucionais no Mercado Acionário (R\$ Milhões)											
	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Fundos de Investimento	49,00	56,00	315,00	105,00	72,00	77,00	-5,00	115,00	244,00	186,00	544,00
Fundos 157	13,00	19,00	13,00	36,00	119,00	133,00	66,00	188,00	290,00	214,00	587,00
Fundos Mútuos	35,00	37,00	302,00	70,00	-47,00	-56,00	-71,00	-73,00	-46,00	-28,00	-43,00

Notas: Deflator: Índices Geral de Preços, Disponibilidade Interna.
Fontes: " Mercado Primário de Ações no Brasil", Ness, W. L. e Pereira, R. F., IBMEC.

Segundo Cabalenas (1991), nos anos seguintes, a economia brasileira apresentou um estágio inicial de um processo inflacionário, em conjunto com um grande déficit público governamental. Desta forma, o governo se viu na necessidade de criar novas formas de se financiar para rolar a dívida. Em 1982, foram extintos os Fundos 157 e todo seu recurso passou para os Fundos Mútuos de Ações. Fundos mútuos são, por definição, diversificados, o que significa que são feitos de vários investimentos, o que tende a diminuir o seu risco. Percebendo esta possibilidade de financiamento, o governo criou os Fundos Mútuos de Investimento, que deveriam conter obrigatoriamente uma porcentagem em títulos de dívida do governo em seu portfólio. Este foi o marco institucional que criou formalmente a indústria de renda fixa no Brasil, o que atenta ao início de um movimento de redirecionamento da carteira dos fundos para uma carteira mais atrelada à títulos públicos.

A inflação elevada tornara-se um ponto de desequilíbrio para a economia nacional, próxima ao estágio de hiperinflação. Com uma taxa de juros desestabilizada dentro um viés altista, as aplicações de maior preferência eram as de curtíssimo prazo, uma vez que era a única maneira de os investidores se protegerem contra a desvalorização do dinheiro mantido em caixa. Até em 1986, esta proteção ao dinheiro só era possível somente aos grandes investidores através de aplicações diárias chamadas de overnight. Com foco nisto, o governo criou em 1986 os Fundos ao Portador, fundos também de curtíssimo prazo que podiam ser nominativos, que podiam oferecer a grande parcela de pessoas físicas e empresas de menor porte aplicações desta natureza.

Em meio a uma evolução do mercado de títulos públicos no Brasil, no ano seguinte, o governo oficializa a separação entre os Fundos de Ações e os Fundos de Renda Fixa, cujas aplicações são em títulos que pagam, em períodos definidos, uma certa remuneração, que pode ser determinada no momento da aplicação ou no momento do resgate. Esta separação teve como objetivo um melhor controle na tributação – imposto de renda sobre os rendimentos de cada aplicação - que se iniciava naquele ano. Em curto período de tempo, o segmento de fundos de ações foi ultrapassado pelos fundos de renda fixa em termos do valor da carteira, revelando uma maior preferência do público por papéis de menor risco, dada uma combinação de vantajosa rentabilidade por causa das taxas de juros nominais atrativas e o ambiente econômico desestabilizado.

Essa situação favorável à renda fixa sofreu uma interrupção em 1986, por causa dos efeitos do Plano Cruzado sobre os rendimentos nominais dos títulos de renda fixa e sobre a bolsa. O país experimentava o primeiro de uma série de planos econômicos heterodoxos, que tinha como pilar o congelamento de preços e a introdução de métodos de desindexação. A elevação das bolsas resultada de uma combinação da suspensão da ilusão inflacionária com a melhoria das perspectivas para a economia brasileira provocou euforia para o segmento dos fundos de ações.

Tabela 1.2.5 – Fundos de Ações – Composição e Volume de Carteira

Fundo de Ações - Composição e Volume da Carteira (R\$ Milhões)									
Carteira	1985		1986		1987		1988		
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
Ações e Debêntures	10.879	93,83	10.203	82,55	2.560	74,14	3.425	87,56	
Títulos Públicos	689	5,94	2.120	17,16	527	15,27	360	9,20	
Total	11.594		12.359		3.453		3.911		

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil

Tabela 1.2.6 – fundos de Renda Fixa – Composição e Volume de Carteira

Fundo de Renda Fixa - Composição e Volume da Carteira (R\$ Milhões)									
Carteira	1985		1986		1987		1988		
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
Ações e Debêntures	106	7,80	404	8,04	65	1,27	306	4,03	
Títulos Públicos	11.895	87,56	1.095	21,79	508	9,97	4.751	62,59	
Total	13.585		5.024		5.092		7.591		

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil

As taxas de inflação elevadas se perpetuaram na transição das décadas de 80 e 90. Para proteger suas aplicações, pessoas físicas e jurídicas procuravam investimento em ativos de alta liquidez. E os fundos eram capazes de oferecer altíssima liquidez, por representar quase-moedas no mercado. Assim, o volume total dos fundos foi crescendo de forma crescente na época, ganhando ampla aceitação no mercado.

Ao passo que ia se aprofundando a instabilidade econômica brasileira, mais os aplicadores iam demandando investimentos de menor prazo de resgate. Desta forma, os fundos de curto-prazo foram ganhando preferência por serem compostos basicamente por títulos do governo e de liquidez e rentabilidade diária.

Tabela 1.2.7 – Fundos de Investimento de 1972 a 1993

Fundos de Investimento (R\$ Milhões - Moeda Constante)			
Período	Patrimônio Líquido	Variação do PL %	Variação do PL Acumulada
dez-72	8.716,09		
dez-73	8.015,82	-8,03	-8,03
dez-74	6.686,10	-16,59	-24,62
dez-75	7.329,40	9,62	-15,00
dez-76	7.890,90	7,66	-7,34
dez-77	9.849,00	24,81	17,47
dez-78	9.422,52	-4,33	13,14
dez-79	10.935,25	16,05	29,20
dez-80	7.713,70	-29,46	-0,26
dez-81	7.692,89	-0,27	-0,53
dez-82	8.639,26	12,30	11,77
dez-83	13.759,26	59,26	71,03
dez-84	22.698,10	64,97	136,00
dez-85	42.719,58	88,21	224,21
dez-86	28.734,35	-32,74	191,47
dez-87	44.933,63	56,38	247,85
dez-88	100.060,24	122,68	370,53
dez-89	208.520,48	108,39	478,93
dez-90	47.727,60	-77,11	401,82
dez-91	94.702,52	98,42	500,24
dez-92	131.268,72	38,61	538,85
dez-93	175.080,00	33,38	572,22

Fonte: ANBID

O ano de 1990/91 foi decisivo para a indústria de fundos, quando ocorre uma primeira reforma no setor, devido a medidas tomadas pela equipe econômica do governo de Collor, para conter o processo inflacionário e estabilizar a economia. E ao mesmo tempo, vê nos fundos uma possibilidade importante para a colocação de ativos públicos ou privados um posicionamento financeiro de mais longo prazo, como um mecanismo de política monetária indutor de fontes de financiamento de maior prazo. A reforma primeiramente decretou o fim das aplicações de overnight para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, dentro do leque de opções rentáveis e de curto prazo, em um ambiente econômico incerto. Por outro lado, essa reforma financeira foi acompanhada lado a lado com políticas liberalizantes do sistema financeiro, na qual a indústria de fundos passou a desempenhar um papel na captação de recursos externos com a criação dos fundos de investimento estrangeiro. Deu-se nesta época, também, a extinção dos Fundos ao Portador.

Essa reforma faz parte de um conjunto de medidas englobadas no Plano Collor II, uma reação governamental ao movimento ascendente da taxa de inflação. Como um substituto financeiro às extintas operações de overnight e intuito de aprisionar moeda, o governo criou os fundos de aplicações financeiras (FAFs). Em conjunto com essa medida, foi criada a taxa referencial de juros (TR) com o objetivo de desindexação da economia, o que introduziu os juros flutuantes. Com sua composição com quase metade em títulos do Tesouro Nacional ou do Bacen, as FAFs propõe liquidez em detrimento de rentabilidade, por ter uma carteira amarrada às aplicações compulsórias vinculadas à TR.

Então, houve um deslocamento das operações de overnight pelos FAFs, que teriam, a partir de então, o monopólio das aplicações de curto prazo, aplicando seus recursos em ativos de prazos mais longos, na tentativa de criar um mercado cativo para a dívida pública, em condições que permitissem seu alongamento e a redução do custo de rolagem. Uma novidade desses fundos se encontrou na regra de incidência do imposto sobre operações financeiras (IOF). O imposto seria cobrado sobre o saldo sacado, com alíquotas progressivamente decrescentes em função do tempo que os recursos permanecessem investidos. Por meio desse dispositivo, que propiciava remuneração líquida crescente com o decorrer do tempo de aplicação, visava-se estimular voluntariamente os investimentos financeiros por prazo mais longo. Mesmo assim, os FAFs mantiveram ainda um perfil de elevada liquidez, não impondo, realmente, o alongamento das aplicações financeiras.

Um exemplo de título público que serviu como base do investimento financeiro na época foi o ORTN, Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional. Eles eram títulos com correção monetária e sua colocação em mercado se deu através da criação de mecanismos de subscrição compulsória e voluntária, e de incentivos para sua manutenção no portfólio advindo de atributos que lhes foram conferidos, tais como o poder liberatório para o pagamento de tributos federais e o status de reserva para os bancos. Outro título que marcou o perfil do investidor foi a Letra do Tesouro Nacional (LTNs), que eram títulos prefixados de curto prazo, lançados ao mercado com desconto e resgatados na data de vencimento pelo valor de face. Esses títulos tinham por finalidade se tornar um instrumento de controle da liquidez, ao lado dos instrumentos tradicionais, como o depósito compulsório e o redesconto. Esses papéis foram se tornando, frente às

alternativas disponíveis, uma aplicação preferencial de empresas financeiras e não financeiras, tendo em vista o custo em ambiente inflacionário. Assim, o mercado de renda fixa foi evoluindo, na medida em que foi se tornando cada vez mais simples a aquisição de títulos públicos por parte da população, uma vez que esses adquiriram uma liquidez extraordinária e propiciavam proteção contra a inflação.

No contexto da abertura financeira, o governo abriu o setor de fundos de investimento em 1987. Este ano marcou o início da atuação dos fundos estrangeiros no país, fato que em um curto período de tempo se mostrou um importante marco para o setor.

Posteriormente ao Plano Collor II, a indústria de fundos de investimento ganhou incentivo para se diversificar, fornecendo estímulo as instituições criar novos produtos para competir por maiores mercado e atender diferentes tipos de investidores. Essa expansão também teve como pilar a Reforma Bancária de 1988 pelo Bacen, cuja questão relevante são as novas exigências mais brandas para a formação de um banco, provocando as instituições a desenvolverem seus produtos visando segmentos e nichos de mercado.

Conforme Fortuna (2001), foram ambos os anos de 1991 e 1992, em que o mercado observou um grande desenvolvimento para a indústria de fundos. Foi neste período em que o governo regulamentou vários tipos de fundos, proporcionando características inovadoras e fornecendo o dinamismo que o setor demandava para crescer de maneira sustentável. Os fundos FAF funcionavam legalizados pelo governo em 1991, como modalidades de aplicação financeira importante na captação de recursos, cujas preferências vinham das instituições de médios e pequenos portes. O fato de serem de curto-prazo minimizaria os riscos das instituições na medida em que não precisariam de uma administração complexa, dentro das normas do Bacen.

Ainda naquele ano, os investidores estrangeiros institucionais garantem sua permissão de aplicar diretamente nas bolsas nacionais. Este processo possibilita um fluxo vultoso de recursos externos para o país. Os bancos nacionais ganharam a permissão de gerir estes recursos, diversificando suas modalidades de fundos estrangeiros. Agora, existem novos clientes participando no mercado, com origem no exterior e detentores de

grandes volumes de capital. Neste sentido, os bancos ganharam um estímulo singular na direção de concorrer por este capital ingressante.

A oportunidade para o surgimento de novos produtos foi dada. Assim, surgem naquele mesmo ano os fundos de renda fixa DI, um hedge em certificados de depósitos interbancários CDI futuro. O serviço deste tipo de fundo é a proteção contra a flutuação das taxas de juros, devido ao fato do administrador do fundo aplicar no mercado a vista, protegendo-se de uma alta nas taxas do mercado futuro. A carteira dos fundos de renda fixa DI é composta pelos mesmos títulos pré-fixados dos fundos de renda fixa antigos, a única diferença é que o DI protege estes papéis vendendo contratos de taxas de juros na BM&F (mercado futuro).

Gráfico 1.2.1 – Fundos de Investimento em Ações



Fonte: Banco Central do Brasil e ANDIMA

Em 1992, o quadro começou a se alterar com a remuneração dos FAF's deixando de ser tão atraente, dada elevação da rentabilidade real nos mercados de ativos de risco. Segundo o Relatório do Banco Central, de 1991, o mercado de ações se destacou, puxando consigo os fundos de ações. A razão para esse desempenho é baseada em conseqüências proporcionadas pela abertura financeira em andamento, que permitiram compras de ações por parte dos investidores externos.

Todavia, os fundos de ações não conseguiram superar os fundos de renda fixa, que apresentavam remuneração real positiva expressiva, devido às altas taxas de juros impostos no combate à inflação. Esse ambiente econômico composto de incertezas tornou os fundos de renda fixa, que contavam com a regulamentação dos fundos DI, remunerados segundo a taxa diária dos depósitos interfinanceiros, excelentes mecanismos de defesa contra a flutuação dos juros. Nesse sentido, os Certificados de Depósitos Bancários e os fundos de renda fixa, lastreados em CDBs ofereceriam rendimentos reais positivos.

Percebendo oportunidades neste mercado, as instituições financeiras inovaram e criaram os Fundos de Aplicação Mista, para buscar as fontes de recursos disponíveis no mercado, em meio a um período de controle de liquidez defendida pelo governo. Este fundo se originou para conciliar dois tipos básicos de aplicações: renda fixa e em ações. De um lado, estavam os Fundos de Ações que necessitavam de grande parcela de seu patrimônio alocado em ações, com altos riscos inerentes no negócio, o que colocava de lado os investidores mais tradicionais. Por outro lado, os fundos de renda fixa perdiam rentabilidade no momento de alta nas Bolsas de Valores, o que atraía uma significativa parcela dos aplicadores. Portanto, os novos fundos iriam aliar a rentabilidade das bolsas de valores com a segurança da aplicação de curto-prazo.

Porém, a persistência do processo inflacionário e juros altos alavancaram os fundos de renda fixa DI, que permitiam uma proteção contra as altas nos juros. Neste cenário de incerteza quanto aos juros, esse tipo de investimento passou a captar mais recursos de forma proporcional. Mesmo assim, os fundos de ações também passaram por um processo expansionista, por causa do influxo de capitais estrangeiros nas bolsas. Não se podem desconsiderar os acontecimentos característicos do processo de globalização pelo mundo, que impulsionaram um grande ingresso de capitais do exterior, apesar da crise política que ocorria no país.

O diferencial entre a taxa de juros interna e a cobrada no exterior, aliada com a abertura financeira em desenvolvimento, atraiu um crescente volume de capitais para o Brasil. A partir de 1993, o investimento em portfólio pelo estrangeiro começou a ser impulsionado. A partir de então, os montantes investidos cresceram, acompanhando o maior interesse dos investidores estrangeiros no Brasil. Porém se pegarmos ao longo da

década de 90 e início do novo século, o patrimônio líquido mesmo com um incremento de quase cinco vezes o seu valor no início do período, ele se apresentou extremamente volátil, devido a crises externas e de confiança.

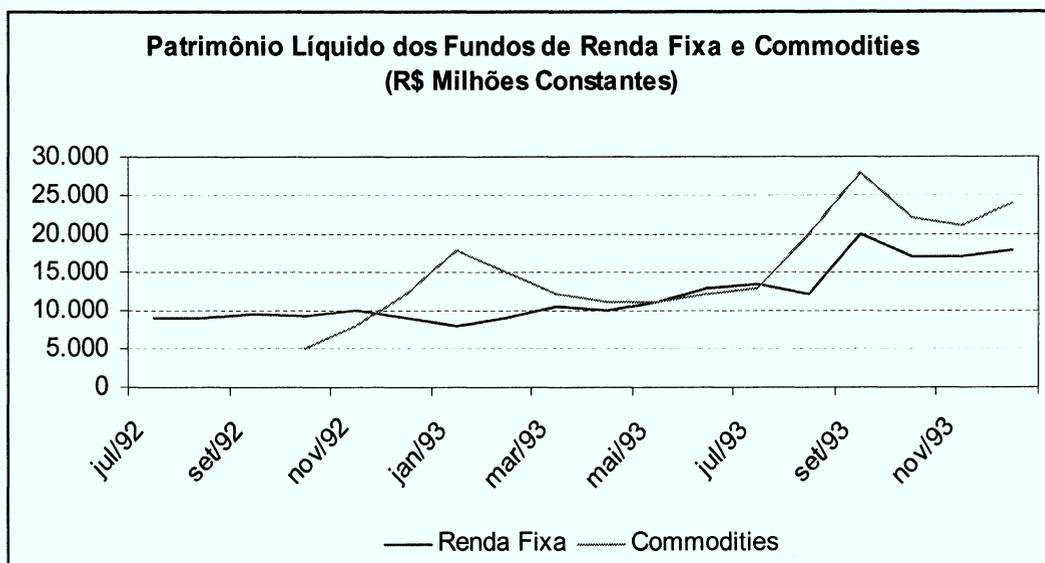
Decorrente de um estágio superior de desenvolvimento alcançada pela indústria de fundos era perceptível a necessidade de regulamentação mais complexa e clara. Em resposta a isso, a CVM regulamentou ainda em 1992 os Fundos de Carteira Livre. Segundo a instituição, a única obrigatoriedade na composição das carteiras era a alocação de no mínimo 51% do patrimônio aplicados em ações. Então, acabava a necessidade de as instituições diversificarem seu patrimônio, com a possibilidade de concentrá-lo em setores de maior potencial de crescimento, contrabalançado com papéis de maior liquidez.

Ainda no ano 1992, a posição relativa de todos os fundos de renda fixa sofreu uma rápida reorganização em sua estrutura e composição. Neste ano, o Banco Central autorizou a constituição de fundos vinculados a commodities que tinham como objetivo estimular o mercado futuro de mercadorias. De imediato, seu desempenho foi impressionante: em meses, esses fundos superaram o patrimônio dos fundos de renda fixa. O sucesso desses fundos baseou-se no fato de que foram uma inovação financeira com oportunidades vistas deixadas pela legislação. Foi uma inovação financeira que se assemelhou com a renda fixa, na qual aplicavam parte de seus recursos em títulos públicos e privados, a despeito de seu objetivo. Entretanto, a vantagem em relação aos outros fundos era a sua forma de tributação, por serem tributados como fundos de renda variável, cuja incidência de impostos era menor que a de renda fixa, transformando sua remuneração líquida superior. Não podemos perder o foco que as elevadas taxas de juros continuaram sendo um atrativo para os fundos externos e para títulos e fundos de renda fixa.

No final de 1992, o sucesso dos fundos entre os destinos das aplicações entre os investidores nacionais e estrangeiros era tão grande, que a captação de recursos de fundos de renda pré-fixada já superava a da poupança, dado os juros nominais elevados. Em contrapartida, a dinâmica da indústria de fundos de investimento revelava uma contínua queda no mercado de capitais. Entretanto, o destino das aplicações não se destinava apenas para os fundos de renda pré-fixada. Os fundos de commodities aliavam na época

rentabilidade e liquidez diária, no qual o aplicador era coroadado com a ausência de IOF após o trigésimo dia de aplicação. Não demorou muito a tal modalidade obter preferência de grande parte dos investidores, absorvendo recursos de outros fundos.

Gráfico 1.2.2 – Patrimônio Líquido dos Fundos de Renda Fixa e Commodities



Fonte: Banco Central do Brasil e ANDIMA

Após o lançamento dos Fundos de Commodities, ainda conforme Fortuna (2001), os fundos de renda fixa continuaram apresentando rendimentos reais expressivos, cerca de 15% a.a.. Entretanto, atrás dos fundos de commodities, cujos rendimentos foram semelhantes aos fundos de renda fixa, em termos de Patrimônio Líquido. A vedação das aplicações dos fundos de capital estrangeiro em títulos de renda fixa e commodities fez-se refletir na captação desses fundos, que passaram a receber mais recursos.

Com o retorno do aquecimento econômico em 1993 depois de anos comprimido por medidas governamentais para o combate à inflação, recursos que antes se aplicavam ao investimento foram migrados para o consumo. A consequência direta foi uma grande queda no patrimônio da indústria de fundos de investimento naquele ano.

Para evitar uma maciça saída de recursos dos fundos, o banco central então determinou o recolhimento de imposto de renda na fonte (IRRF) para as pessoas jurídicas de forma equivalente a imposta as pessoas físicas. As pessoas jurídicas precisariam a

partir de aquele momento recolher o imposto de renda no ato do resgate das aplicações e não mais no decorrer do ano e na declaração anual dos rendimentos.

1.3 - Estabilização econômica e consolidação da indústria de fundos (1994 - 2004)

O início do ano de 1994 é marcado por uma grande expectativa quanto à implementação do Plano Real, aliada a ela a tão esperada estabilização da economia. Junto com este sentimento confiante, a indústria de fundos esperava perder o peso dos fundos FAF's, por causa do fim do cenário de alta inflação, que levava os investidores a primar pela grande liquidez e rentabilidade de curtíssimo-prazo. Por outro lado, os fundos de ações tinham grande expectativa de ganhar este espaço em aberto por deter características de longo prazo. Apesar de todas essas especulações, o fato concreto no período é a continuidade dos fundos de commodities, que se apresentavam como carro-chefe desta indústria, ganhando em expansão em relação às outras modalidades. No mesmo ano, os fundos de commodities assumiram a liderança dos fundos mútuos de ações e renda fixa, no que diz respeito à captação líquida, ao patrimônio líquido e aos rendimentos proporcionados aos aplicadores.

A monetização da economia e sua conseqüente transição de papel-moeda com a introdução Plano Real não abalaram o humor dos aplicadores e as expectativas de um crescimento sustentável para a indústria de fundos. Com a fim do ganho decorrente da correção monetária, os aplicadores saíram ao mercado na busca por maiores rentabilidades. A conseqüência imediata desta tendência foi às cadernetas de poupança que perderam grande quantidade de depósitos, enquanto que a indústria de fundos vivenciava uma expansão em seu patrimônio.

Tabela 1.3.1 – Fundos de Investimento versus Poupança

Anos	Fundos de Investimento	Poupança
	Patrimônio Líquido (R\$ Milhões Constantes)	Saldo Poupança / Patrimônio Líquido dos Fundos
dez-84	22.698,10	973,81
dez-85	42.719,58	550,55
dez-86	28.734,35	714,21
dez-87	44.933,63	639,26
dez-88	100.060,24	330,88
dez-89	208.520,48	120,94
dez-90	47.727,60	191,96
dez-91	94.702,52	119,23
dez-92	131.268,72	106,16
dez-93	175.080,00	106,92
dez-94	172.724,40	97,66
dez-95	201.770,80	102,83

Fonte: ANBID

Os fundos de renda fixa se expandiram fortemente ao longo dos primeiros meses do Plano Real, estimulado pelo aumento dos juros. Contudo, a despeito da estabilização da economia, que, em tese, deveria mitigar as incertezas e estimular investimentos em ativos normalmente mais arriscados, como os que caracterizam a renda variável, a preferência pela liquidez se mostrava ainda elevada. A princípio, essa combinação não resultou em um decréscimo na indústria de fundos de investimento, apenas a esperado ascensão dos fundos de ações foi postergada. Ao invés disso, a exploração de taxas de juros reais elevadas estimulou o crescimento da indústria de fundos de investimento, ao mesmo tempo em que as incertezas recolocavam o atributo de liquidez como fundamental.

A essa altura, a indústria de fundos ultrapassa o montante aplicado nas cadernetas de poupança e estabelecia, desse modo, posição de destaque no sistema financeiro nacional. Esse resultado estava vinculado à expectativa de melhor desempenho dos fundos de investimento, uma vez que os rendimentos são creditados diariamente, frente à poupança, cujos rendimentos são creditados apenas no dia do aniversário dos recursos depositados.

Assim como outros setores da economia nacional, a indústria de fundos de investimento sentiu o impacto do processo de globalização do mercado financeiro. A

economia nacional por meio de regulamentações políticas foi se adaptando a esta globalização financeira internacional, que abriu as portas para a desregulamentação do sistema financeiro brasileiro. Dentro desse cenário liberalizante, foram aprovados ainda em 1994 os fundos de investimento no exterior, a primeira aplicação inicial em dólares para os residentes brasileiros. Esta modalidade de fundos torna possível aplicar em uma combinação de títulos da dívida externa com papéis brasileiros e de qualquer país negociados no mercado internacional. O mercado observou o início de importantes inovações financeiras que neste caso proporcionavam ganhos em dólares para os investidores a médio e longo prazo.

Outra grande inovação financeira no setor foi os fundos hedge, que operavam em suas carteiras derivativos, ações, ativos financeiros, commodities e alavancagem para aumentar seu retorno sem aparentemente aumentar o risco envolvido. A introdução destes tipos de fundos na indústria foi a grande razão para levá-la a outro patamar. A partir deste momento, a indústria de fundos de investimento nacional teve a possibilidade de se integrar com o sistema financeiro global, e assim, trazer aos investidores oportunidades de maiores rentabilidades e diluição de riscos. Naquele momento, os fundos de commodities eram os únicos fundos no mercado nacional que podiam ser comparados aos fundos hedge, por causa de sua carteira possuir ativos atrelados a oscilação da taxa de juros e ativos dolarizados, ações e derivativos também. Com a grande expansão dos fundos de commodities, que chegaram a ocupar o topo na indústria, o governo alterou de forma importante a composição de suas carteiras. O Bacen reiterou a substituição da parcela mínima de 25% de papéis ligados ao mercado de commodities por títulos de tesouro nacional ou do próprio banco. O motivo foi simples: a incompatibilidade entre a capacidade de gerar ativos rurais e a grande demanda dos fundos, baseada na sua expansão. Assim, o Bacen flexibilizou o enquadramento das carteiras em ativos rurais, possibilitando a migração para títulos governamentais.

O segundo marco importante na indústria de fundos de investimento foi a reforma realizada em 1995 com a criação dos fundos de investimento financeiros (FIFs), que passariam a substituir os FAFs, os Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo e os Fundos de Commodities, permanecendo, apenas, os fundos de ações e os fundos de capital estrangeiro. Novamente, o redesenho da indústria se deu pela necessidade de colocar

papéis da dívida pública com prazos mais dilatados, o que era facilitado, ainda, pelo maior apetite do mercado por papéis de mais longo prazo, situação típica de economias com certo nível de estabilização.

Conjuntamente a esta mudança legislativa, o governo trouxe consigo algumas mudanças significativas na tributação dos fundos. O governo federal alterou para 10% a incidência do imposto de renda para 10% sobre a variação nominal de todos os fundos, além de reduzir a alíquota de IOF e eliminar a cobrança de um imposto sobre movimentações financeiras (IPMF, antiga CPMF). Além dessas medidas, outros instrumentos foram incorporados com o objetivo de maior transparência e autonomia dos fundos. A queda da exigência de aplicações de recursos dos fundos em tipos específicos de ativos, o estabelecimento da taxa de administração condicionada à decisão de assembléia geral interna, a valoração dos ativos a preço de mercado diariamente (entrando em vigor a partir de 2002) e a exigência de prestação de informações sobre o perfil do fundo e decisões dos seus gestores são os exemplos mais importantes desse conjunto de medidas englobados na reforma.

Uma avaliação otimista da reforma se encontra em Zibbechi (1998: p.50), "...ficava re-estabelecida uma ordem natural: aplicações com liquidez diária oferecendo uma remuneração bem inferior às de prazos mais elevados, servindo principalmente de capital de giro das empresas e aos salários, assim como os fundos de prazos mais dilatados permitindo a formação de um mercado cativo para títulos públicos de longo prazo, propiciando ao longo do tempo uma diminuição da velocidade de circulação financeira e da instabilidade da rolagem da dívida pública."

Um ponto reflexivo nessa questão de uma alta volatilidade dos juros internos se desemboca sobre a estrutura de rendimentos nacional. Com a introdução pela iniciativa do governo em tratar a política monetária com solavancos na taxa de juros, em que a amplitude verificada dessa variável é enorme, é freqüentemente visto uma distorção na estrutura de rendimentos do país. Em outras palavras, dentro de curtos períodos, os ativos de menor risco da economia passam a oferecer maior rentabilidade, dominando o cenário financeiro. Ativos de menor risco como os relacionados com a renda fixa possuem um rendimento maior do que ativos de maior risco. Dentro dessa perspectiva, os fundos de

investimento passaram a carregar mais papéis indexados ao câmbio e aos juros, inicialmente como forma de defesa contra eventos inesperados.

Nos anos de 1997 ao final de 1998, os impactos das crises internacionais da Ásia e Rússia, respectivamente, colocaram a indústria de fundos de investimento novamente dentro de um cenário macroeconômico instável e imprevisível. O A incidência de altas taxas de juros, reflexo de ambas as crises, refletiu em um crescimento expressivo dos fundos de renda fixa. De fato, essa elevação dos juros provocou uma distorção na estrutura de rendimentos. Os ativos de menor risco da economia passaram a oferecer maior rentabilidade, dominando o cenário financeiro. Já o mercado de ações se apresentou extremamente volátil com seus fundos de investimento apresentando um desempenho ruim com pesadas perdas nominais em termos de rentabilidade.

Em 2000, uma série de medidas foi tomada no sentido de dar maior liberdade ao segmento de fundos de investimento, visando o seu fortalecimento e preparação para uma conjuntura mais estável, com taxas de juros mais baixas. Segundo Relatório Anual do Banco Central em 2001, a preocupação central era “...aprimorar suas [dos fundos de investimento] condições de rentabilidade, em cenários de juros futuros decrescentes e favorecer a estabilidade da poupança financeira.”

Uma importante novidade que surge a partir deste caminho mais estável para a economia brasileira é os fundos imobiliários, que são lançados com o objetivo de captar recursos para financiar obras de construção civil, ou mesmo aquisições, com os dividendos provendo da locação de tais espaços, ou mesmo apenas investir em oportunidades imobiliárias.

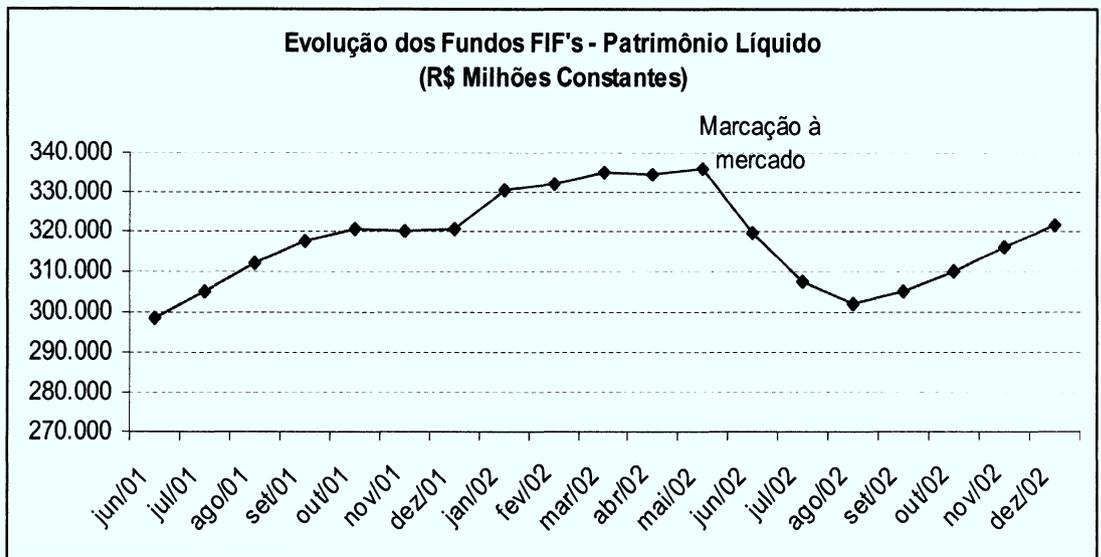
Ao lado dessas mudanças, a Comissão de Valores Mobiliários ganhou maiores responsabilidades quanto à fiscalização e supervisão dos fundos, ao mesmo tempo em que a Associação Nacional de Bancos de Investimento desenvolveu o Código de Auto-Regulação. A expectativa com essas medidas, ou seja, com a segmentação de atividades, a melhoria da fiscalização e supervisão, e com os efeitos da auto-regulação, foi que as distorções na indústria de fundos fossem mitigadas. Visava-se, simultaneamente, aumentar a eficiência da gestão, proteger o poupador, e, em consequência, estimular a poupança financeira.

Além disso, visando estimular a concorrência e ampliar os atrativos para o capital estrangeiro, a Resolução 2689/00, da CVM, passa a garantir ao investidor não-residente tratamento igual ao dado ao investidor residente e revogam as Resoluções 1832/91 (anexo IV), 2034/93 (renda fixa capital estrangeiro) e os anexos I e II da Resolução 1289/87. Os fundos de capital estrangeiro passariam a ser incorporados, até a data de 31/01/2001, aos FIFs. O objetivo dessa medida foi permitir o acesso direto dos estrangeiros aos mercados locais. Essa medida, presumivelmente, estimularia a entrada de capitais por essa via e ampliaria os incentivos à diferenciação no segmento dos FIFs.

Contudo, desde o ano de 1999, o país continuou atravessando uma série de desequilíbrios macroeconômicos. A curva de juros, por seu lado, continuou extremamente favorável às aplicações financeiras em renda fixa, especialmente de curto prazo. Tendo essa perspectiva em mãos, a indústria de fundos encolheu em termos reais do período que vai de dezembro de 2000 a dezembro de 2002.

O Banco Central implementou a marcação a mercado, já determinada pela regulamentação do BACEN, desde 1995, em maio de 2002, em meio a uma situação de crise econômica, motivada pela floração de incertezas, oriundas do agravamento da tensão no Oriente Médio que se seguiu ao atentado de 11 de setembro, da situação de estagnação da economia americana, da crise da Argentina e, no Brasil, das apreensões do mercado financeiro quanto à liderança na corrida eleitoral do candidato de oposição ao governo Fernando Henrique Cardoso. A modificação de regra de contabilização, em meio a uma ameaça de crise, estimulou a retirada de recursos dos fundos por parte do público. Essa atitude refletiu o fato de que a desvalorização das cotas ocorre independente da atitude dos demais s frente a um aumento nos juros. Sendo assim, diante de expectativas de aumento de juros, o saque das cotas se torna uma ação racional na medida em que o risco percebido aumenta.

Gráfico 1.3.1 – Evolução dos Fundos FIF's



Fonte: BACEN

Desta forma, a própria introdução da marcação a mercado, que visava corrigir as distorções sobre a indústria de fundos, terminou por induzir o estancamento da indústria e produzindo desconfiança do público sobre a liquidez das cotas. Mesmo com as inúmeras transformações causadas por mudanças institucionais e pela estabilização monetária, a permanência de uma conjuntura econômica conturbada por um longo período ainda levou os aplicadores para opções mais líquidas de investimento. Entretanto, as bases sólidas foram consolidadas para uma evolução do setor de fundos de investimento, baseada pela estabilidade monetária e maior previsibilidade econômica, servindo-se de uma crescente organização institucional.

Capítulo 2

A Relação da Indústria de Fundos de Investimento com a Evolução da Taxa de Juros no Brasil - 1988 a 2004.

2.1 - Introdução

A indústria de fundos de investimento tem sua maturação inicial em meio a um cenário macroeconômico instável no âmbito nacional. Pela ótica da política nacional, o ambiente era tomado por um clima conturbado, pós-regime de ditadura militar. Neste capítulo serão tratados os diferentes cenários macroeconômicos no qual o Brasil passou desde o final da década de 80 até os principais determinantes da política monetária nacional em 2004, sempre com o enfoque na relação entre a taxa de juros e a indústria de fundos de investimento. O objetivo será estudar como este setor foi se adaptando as novas realidades monetárias no Brasil, que foram em certo ponto rápidas e determinantes. Tentativas políticas que intervieram no caminhar da indústria de fundos também serão destacadas. O objetivo será acompanhar a trajetória da política de juros que determinaram o caminhar da indústria de fundos, assim como levantar os principais pontos políticos e econômicos em questão. Iniciaremos este estudo com a uma breve introdução da conjuntura econômica de 1988/89 – período pré-eleição de Collor. Depois desenvolveremos dois itens sobre os Planos Collor I e II, que tiveram uma influência enorme na evolução da indústria de fundos. No tópico seguinte, passaremos ao Plano Real a partir de 1994, período importante por fornecer os pilares mais sólidos desta indústria, estágio onde o setor nacional de fundos se consolidou dentro de uma perspectiva de taxas de juros reais declinantes da economia brasileira estável no período mais recente.

2.2 - O ambiente econômico do final do Governo Sarney

Depois de metade da década em meio a um cenário econômico turbulento, as inovações financeiras que ocorreram no Brasil durante a década de 80 influenciaram a evolução da política monetária nacional no sentido de restringir a capacidade do Bacen em controlar quantitativamente os agregados monetários. Dentro de uma conjuntura de crise financeira do setor público e instabilidade monetária, foi possível observar um movimento defensivo de caráter especulativo por parte dos investidores no período dos anos 80 e primeira metade dos 90.

No outra ponta do sistema financeiro, os bancos privados competiam por recursos, introduzindo essas inovações financeiras, o que induziu o desenvolvimento de formas de aplicação caracterizadas como quase-moedas, de forma a atender a demanda dos aplicadores por liquidez.

De acordo com Madi (1993), com a recente abertura financeira, houve um natural aumento da concorrência entre as instituições financeiras. Visando atender a intensa demanda por liquidez dos aplicadores, essas instituições, aliadas ao poder público, desenvolveram inovações financeiras voltadas a práticas mais especulativas e defensivas, dado o cenário econômico extremamente instável.

Esses novos ativos financeiros eram na prática quase-moedas, não plenamente líquidos, mas com tempo e custo de conversão em depósitos à vista praticamente desprezíveis. Assim, introduziram-se ativos financeiros chamados de moeda indexada na economia, os quais detinham o poder de variação do seu valor de face para se ter à garantia de uma remuneração real. Nesta perspectiva estava inserida a indústria de fundos de investimento neste período, tidos como quase-moedas, cuja decisão por parte dos aplicadores estava em função de seu rendimento nominal.

No plano macroeconômico nacional, o fracasso de sucessivos planos de estabilização e o processo inflacionário presente disseminaram a incerteza entre os agentes econômicos, o que induziu este comportamento defensivo dos agentes, demandantes por esses fundos quase-moedas. As inovações financeiras na forma dessas quase-moedas logo entraram na dinâmica do sistema financeiro. E o papel

ativo do Bacen fornecendo os arranjos institucionais subordinou a gestão monetária nesta fase.

De outro lado, com o processo inflacionário mostrando crescente vigor e a evolução do mercado de títulos públicos no Brasil, o financiamento da dívida pública se expandiu. Esses elementos garantiram as bases para a oferta de produtos financeiros por parte dos bancos, que confeririam proteção do processo inflacionário e ganhos, devidamente ajustados ao risco, superiores a outras aplicações financeiras.

Ainda conforme Madi (1993), o Bacen preocupado com a garantia de financiamento do setor público, eliminava os riscos das instituições financeiras em carregar os títulos públicos, através da manutenção da taxa dos depósitos overnight abaixo da rentabilidade da carteira média de títulos públicos, substituição de títulos que dariam em prejuízo por outros com rentabilidade próxima a overnight e zeragem automática de títulos não financiados na forma de garantir a rentabilidade do overnight. Neste sentido, o Bacen desenvolveu também mecanismos financeiros na tentativa de diluir o risco das quase-moedas, inserindo um piso de rentabilidade junto aos títulos públicos, fato que possibilitou a captação de recursos de curtíssimo prazo ao Tesouro Nacional. Dentro dessa indexação financeira compreendida pela taxa overnight, introduzia-se a expectativa quanto à inflação futura na remuneração dos agentes, via taxa de juros flutuantes.

Tabela 2.2.1 – Inflação – IGP DI de 1969 a 1980

Anos	Inflação IGP-DI
1969	20,10
1970	19,30
1971	19,50
1972	15,70
1973	15,50
1974	34,50
1975	29,40
1976	46,30
1977	38,80
1978	40,80
1979	77,20
1980	110,20

Nota: Inflação: obtida pelo I

Fonte: Boletim do Banco Ce

Em consequência desse acúmulo de desequilíbrios econômicos, o vigor da aceleração do nível geral de preços tornou as operações com títulos públicos uma alternativa cada vez mais atraente para parcelas crescentes do público e do sistema bancário. Através dessas operações, os agentes econômicos procuravam preservar da corrosão inflacionária não somente seus recursos de poupança, mas também seus saldos transacionais. Desta forma, os fundos de renda fixa ganhavam a preferência do público por serem caracterizados por papéis de menor risco, garantidos pelo governo federal.

Tabela 2.2.2 - O Saldo das Aplicações dos Bancos Múltiplos Privados

Saldo das Aplicações dos Bancos Múltiplos Privados	
Ano	Títulos Públicos Federais (%)
1988	43,29
1989	88,13
1990	63,41
1991	51,52
1992	741,2

Fonte: Boletim Mensal do Bacen

Como ressalta Rego (1991), à frente de um processo inflacionário em alta no período Sarney, a equipe econômica implementou uma combinação entre uma política monetária ortodoxa de caráter restritiva e um congelamento das tarifas públicas, enquanto instrumento de combate à inflação. Houve na época um aperto monetário, perseguido através de juros reais elevados, aliado à prática de correção monetária. Dado que a correção monetária era determinada pela média geometria do IGP-DI dos últimos três meses, a instabilidade da economia se perpetuava de forma direta caso o processo inflacionário continuasse. Assim, com a aceleração da inflação, a correção monetária passou a ficar abaixo da variação dos preços, provocando retiradas líquidas de recursos das cadernetas de poupança em 1985.

Tabela 2.2.3 – Saldo da Poupança sobre o Patrimônio dos Fundos

Saldo da Caderneta de Poupança sobre Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento	
Anos	Market Share
1980	1.698,27
1981	2.157,31
1982	2.264,02
1983	1.470,09
1984	973,81
1985	550,55
1986	714,21
1987	639,26

Fonte: ANBID

Dentro desse princípio de caráter inercialista da inflação defendida por Arida (1986), baseada na influência da inflação passada sobre a perpetuação da inflação sancionada pela correção monetária, a persistência da aceleração inflacionária levou a equipe econômica a adotar o Plano Cruzado. Acreditava-se que era necessário apagar a memória inflacionária dos agentes econômicos. Para isso, congelaram-se preços e extinguiu-se a correção monetária para contratos inferiores a um ano, com exceção da poupança, FGTS e PIS/PASEP. Portanto, o governo pregava a desindexação da economia e o controle de preços.

De acordo com Rego (1991), partindo da fragilidade do sistema financeiro, a equipe econômica promulgou a prática de baixas nos juros, se ancorando no fim parcial da correção monetária. Aliada com uma queda brusca na inflação dos meses seguintes, os baixos juros nominais provocaram uma monetização inusitada da economia, causando elevações expressivas da base monetária e explosão do crédito. A resposta da economia nacional foi praticamente imediata diante dessa chamada “bolha de liquidez”, formada pelo próprio Bacen. Com baixos juros em 1986, os rendimentos financeiros caíram, fazendo com que recursos migrassem para ativos reais. Conseqüentemente, os preços responderam positivamente a este reaquecimento da demanda agregada.

Tabela 2.2.4 – Taxa de Juros Real de 1986 ao final de 1987

Data	Taxa de juros Real %a.m.
jul/86	1,32
ago/86	1,24
set/86	1,85
out/86	0,57
nov/86	(0,09)
dez/86	(2,09)
jan/87	(1,04)
fev/87	5,50
mar/87	(3,05)
abr/87	(4,78)
mai/87	(2,95)
jun/87	(7,86)
jul/87	(0,42)
ago/87	3,59
set/87	(0,03)
out/87	(1,70)
nov/87	(1,54)
dez/87	(1,51)

Fonte: BACEN

É neste período que a situação favorável à renda fixa sofreu uma interrupção, por causa dos efeitos do Plano Cruzado sobre os rendimentos nominais dos títulos de renda fixa e sobre a bolsa. Depois do congelamento de preços e a introdução de métodos de desindexação, houve uma ligeira elevação das bolsas, resultada, possivelmente, de uma combinação da suspensão da ilusão inflacionária, manifestada na queda do rendimento nominal das aplicações financeiras, com a melhoria das perspectivas para a economia brasileira, provocando certa euforia para o segmento dos fundos de ações.

Tabela 2.2.5 – Patrimônio Líquido Anual – Distribuição por Fundo

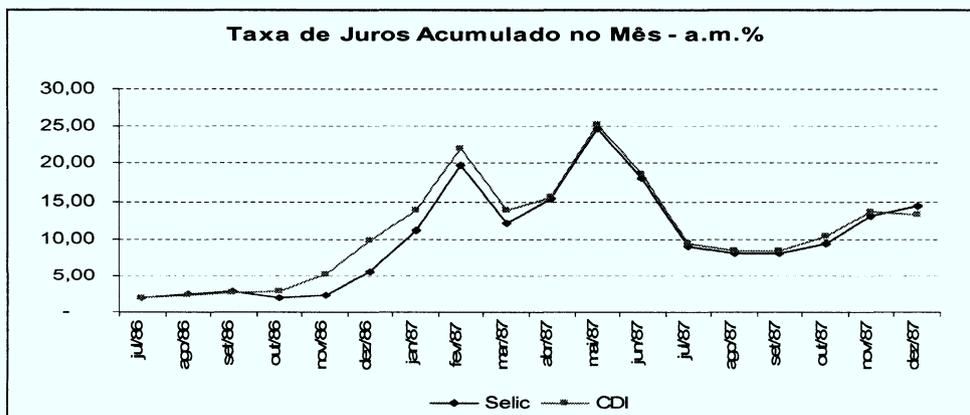
Patrimônio Líquido Anual - Distribuição % por Tipo de Fundo		
Anos	Renda Fixa	Ações
1984	47,58	52,42
1985	53,64	46,36
1986	31,52	68,48
1987	86,80	13,20
1988	92,58	7,42

Fonte: ANBID

Já em 1987, quando houve uma explosão da taxa inflacionária, as taxas de juros nominais oscilaram de forma a aumentar a imprevisibilidade de até mesmas aplicações de curto prazo. Os agentes reagiram a este aumento da inflação e juros reajustando rapidamente seus portfólios, o que provocou um abrupto processo de fuga para a moeda indexada e para a caderneta de poupança. Deste modo, o mesmo mecanismo que permitiu a explosão do crédito, acabou provocando a maior crise de liquidez da economia brasileira no período recente, ressalta Carneiro (1989).

A aceleração inflacionária, os problemas de liquidez e o conseqüente aumento das taxas de juros implicaram em dificuldades financeiras crescente para os agentes, potencializando os riscos de inadimplência para o mercado bancário, e sistema financeiro como um todo. Com isto, os bancos aumentaram os spreads de risco, encarecendo ainda mais as taxas de juros nominais aos aplicadores físicos.

Gráfico 2.2.1 – Taxas de Juros Acumulado no Mês



Fonte: BACEN

A partir do momento em que a inflação se tornara galopante, diretamente aumentava o custo de financiamento dos títulos públicos e assim, a perpetuação dessa dinâmica institucionalizada pelo Bacen. Essa desestabilização financeira subordinava a equipe econômica a adotar uma política de taxa de juros reais no final da década de 80 para evitar um aumento do risco sistêmico, fato que se acompanhava de uma crescente demanda por liquidez por parte dos agentes. Isso se expressava na ineficácia da política de juros para alterar as condições financeiras vigentes.

Essa inflação intrínseca na época se mantinha amparada pelo mecanismo de correção monetária, no qual funcionava como um aparato à perpetuação da inflação, empregada como fator de correção de preços fundamentais na economia, tais como salários.

Segundo Simonsen (1995), ao atingir esses preços básicos, o coeficiente de realimentação inflacionária se aproximou de 1. Isso significa que aumentos de índices de inflação, ao serem repassados para câmbio e salários, seriam repassados integralmente para todos os setores da economia. A componente inercial trazida pela correção monetária tornava a inflação passada o piso da inflação futura. E a cada novo choque inflacionário, mudava -se, de uma vez, o piso da inflação.

Por outro lado, no mercado financeiro, os mecanismos de indexação diária aplicada pela equipe econômica do governo Sarney não conseguiram acompanhar a elevação inflacionária, mesmo em meio a taxas de juros reais altíssimas. Assim, os fundos de renda fixa continuaram a crescer, compostos basicamente por títulos do governo e detentores de liquidez e rentabilidade diária.

A elevação da inflação em meio a um ambiente macroeconômico muito instável afastava progressivamente o poupador brasileiro das aplicações financeiras que envolviam compra de ações e o aproximava das operações com títulos públicos. As operações com títulos públicos, mediadas pelo sistema financeiro, garantiam ao poupador proteção contra a inflação, mesmo que de modo parcial, e permitiam-lhe manter seus recursos líquidos em um ambiente inflacionário.

Com a aproximação das eleições presidenciais, e conseqüentemente a mudança radical da política econômica, houve um desenfreado aumento do receio de desvalorizações expressivas que seriam provavelmente impostas aos ativos

financeiros. Este processo trouxe ao mercado um grande incentivo na direção de uma diversificação dos portfólios privados. Era de se esperar que este processo fosse se intensificando a medida que a posse do novo governo iria acontecer. Pessoas físicas e jurídicas iam transferindo parte de suas aplicações no overnight e nos fundos de curto prazo para imóveis, ações, debêntures e caderneta de poupança. Neste sentido, os depósitos de poupança apresentaram um crescimento real de 18,3% em fevereiro de 1991, graças à crença de que essas aplicações eram intocáveis, fato que ruiu meses depois.

Tabela 2.2.6 – Depósitos em Caderneta de Poupança

Data	Depósitos em Poupança
dez/89	322.433,00
jan/90	482.364,00
fev/90	992.571,00
mar/90	703.700,00
abr/90	999.533,00
mai/90	923.450,00
jun/90	939.148,00
jul/90	1.169.563,00
ago/90	1.358.321,00
set/90	1.492.245,00
out/90	1.723.100,00
nov/90	1.928.500,00
dez/90	2.325.600,00
jan/91	2.810.850,00
fev/91	3.406.000,00
mar/91	3.845.800,00

Fonte: Bacen

Mesmo com a incidência de taxas de juros nominais altas dentro do período compreendido pelo governo Sarney se assistiu agentes privados não convencidos em trocar suas aplicações diárias por outras aplicações de prazos mais longos. Em meio a essa grande volatilidade e movimentos especulativos, um novo presidente foi eleito com o objetivo de combater o processo inflacionário em que a economia brasileira se naufragava.

Tabela 2.2.7 – Taxas de Juros Nominais

Taxas de Juros Nominais (%)		
	Títulos Federais	CBD
1990		
Janeiro	67,6	68,12
Fevereiro	82,4	68,96
Março	36,76	31,98
Abril	4,23	10,6
Maiο	5,69	8,19
Junho	8,73	11,77
Julho	13,7	14,08
Agosto	11,53	12,42
Setembro	15,21	16,88
Outubro	16,49	21,58
Novembro	19,83	23,7
Dezembro	22,86	22,53

Fonte: Banco Central

Conforme Barros (1991), o período anterior ao governo Collor, aonde se viu graves turbulências financeiras com juros oscilantes de forma abrupta, revelou que não houve como o Bacen administrar adequadamente a liquidez da economia quando as aplicações financeiras estão concentradas no curto prazo. Em outras palavras, quando a liquidez financeira é extremamente elevada são possíveis rápidas alterações de portfólio, o que torna praticamente ineficazes os instrumentos clássicos de política monetária, visão de ajustamento da demanda e desequilíbrio de preços relativos.

Tabela 2.2.8 – Índices de Preços

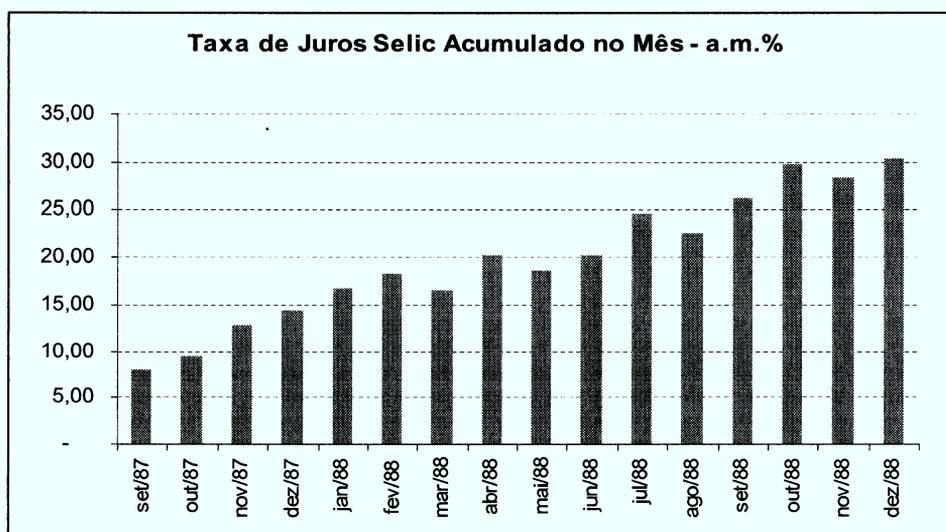
Índices de Preços			
Anos	IGP-DI	IPCA	IPC-FIPE
1988	1038	980	892
1989	1783	1973	1636
1990	1477	1621	1639
1991	480	473	459
1992	1156	1119	1129

Fonte: Boletim do Bacen

Com o ressurgimento da escalada inflacionária, a indexação voltou com toda intensidade e com uso mais generalizado do que antes, transformando o Brasil no país do overnight, como afirma Rego (1991). A partir deste ponto de desequilíbrio, a

estratégia do governo foi pelo aumento indiscriminado dos juros através das taxas do overnight. Essa elevação das taxas de juros reais ampliou a instabilidade no mercado financeiro e a transferência de recursos de aplicações de prazos maiores para conta remunerada e fundos de curto prazo em 1988. O elemento distintivo foi a elevação das taxas de juros que, ao se combinarem com a inflação, levaram a saques nas cadernetas de poupança e aumentos substanciais nas aplicações de overnight e nos fundos de curto prazo. Carneiro (1989) sintetiza que essa tentativa de implementação de uma política monetária ortodoxa instabilizou ainda mais o mercado financeiro, aprofundando ainda mais o caráter de curtíssimo prazo das aplicações financeiras da economia.

Gráfico 2.2.2 – Taxa de Juros Selic Acumulado no Mês



Fonte: BACEN

Esta era a base financeira dos últimos meses do governo Sarney que apresentaram um cenário de taxas de juros reais elevadas e a deflagração de um processo inflacionário intenso e constante. As altas taxas de juros reais não foram suficientes para impedir a aceleração da taxa de inflação, que atingiu 56% em dezembro de 1989, medida pelo INPC. Mesmo assim, em 1989, a equipe econômica seguiu-se com uma política de taxas de juros reais extremamente elevadas, na esperança de apaziguar as desconfiças dos agentes econômicos, apagando-lhes a memória inflacionaria. Essa

política de juros reais altos tentava inibir a formação de estoques especulativos, além de impedir a volta de uma monetização da economia e evitar um estímulo ao consumo pelos agentes.

Entretanto, bem como destaca Ferreira (1990), essa política de juros altos era insustentável a médio prazo, já que elevava significativamente os encargos financeiros do Tesouro Nacional dado a vinculação da quase totalidade do estoque da dívida ao rendimento médio do overnight. Essa percepção dos agentes de insustentabilidade dessa política de juros não permitiu que fossem mudadas suas expectativas nem suas atitudes defensivas, mesmo com a ocorrência de ganhos extraordinários a princípio. Portanto, os agentes continuaram preferindo aplicações de curto e curtíssimos prazos.

Os fundos de investimento acompanharam de perto esse movimento dos aplicadores em direção ao encurtamento dos investimentos. Com isso, o setor crescia a passos largos, amparados por fundos quase-moeda, ligados a renda fixa.

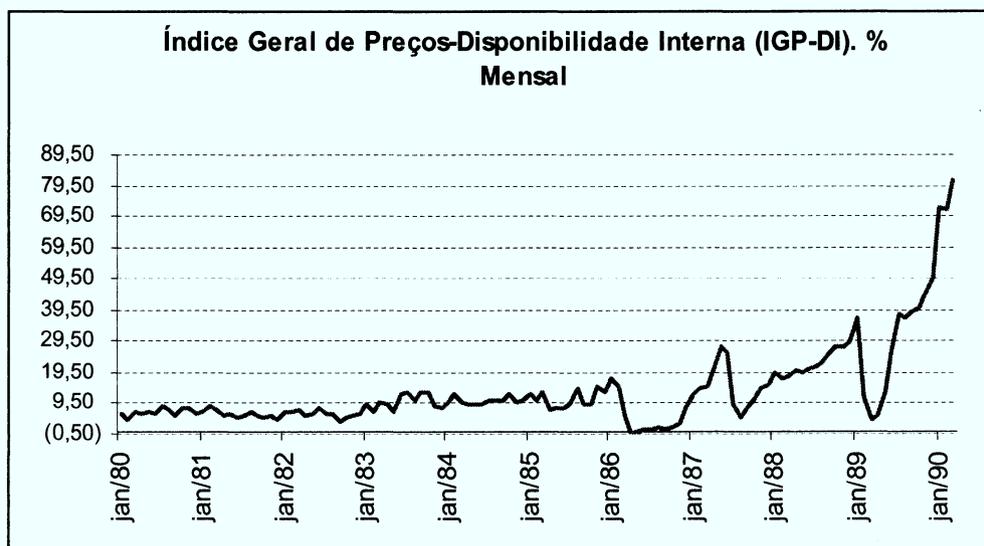
2.3 - Plano Collor I

A eleição do presidente Fernando Collor no início da década de 90 trouxe uma maior segurança nos principais setores empresariais quanto à trajetória da política econômica no futuro. Mesmo com a oposição afirmando o contrário, uma das primeiras afirmações do presidente recém eleito foi de que nenhum tipo de confisco seria feito contra as cadernetas de poupança. Isso serviu momentaneamente para acalmar os investidores, fazendo com que boa parte da riqueza financeira do sistema que estava aplicada no overnight, CDB's e fundos fosse transferida para a poupança. Os números da época mostram isso: os depósitos em poupança cresceram 39% na primeira quinzena de 1990, conforme o Bacen.

O presidente tomou posse em meio a uma conjuntura extremamente instável, dentro de uma hiperinflação assustadora. A inflação acumulada em 1989 havia alcançado os patamares recordes de 1765%, jamais visto na história econômica brasileira. Conjuntamente, a economia brasileira amargava uma desaceleração da atividade

econômica (PIB) no período, no qual o ano de 1990 atingiu $-2,4\%$ de decréscimo. E as finanças públicas também tinham uma situação totalmente complicada. Somente os gastos com encargos financeiros da dívida pública superaram em 48% a receita bruta do Tesouro Nacional no primeiro bimestre de 1990.

Gráfico 2.3.1 – Índice Geral de Preços Mensal – Disponibilidade Interna



Fonte: BACEN

Neste período estávamos sob um perigo a despeito da sobrevivência da moeda nacional em meio à aceleração da inflação, no que se refere ao fato de os agentes econômicos continuarem ou não a reconhecer o seu poder de liberatório. O ritmo de elevação dos preços alcançava, ano após ano, novos recordes e ameaçava, constantemente, a eficiência dos indexadores. De fato, como aponta Cardim de Carvalho (1992), em ambiente de inflação elevada e acelerada, os indexadores, em geral, baseados na inflação passada, não são suficientes para garantir o poder de compra dos ativos indexados, provocando perdas para os seus detentores. Quando essas perdas induzem os agentes a procurar outros meios de preservar o poder de compra de sua riqueza, passam, então, a buscar ativos com liquidez internacional, tal como ouro ou dólar, ou então se voltam para ativos reais, passando a recusar a moeda nacional. Quando chega a esse ponto, a economia encontra-se no limiar de uma hiperinflação, pois os ativos

denominados em moeda nacional perdem, então, a última função que o sistema de indexação ainda lhe preservava: a função de liquidar transações.

Visando controlar esta conjuntura desfavorável em março de 1990, um dia após sua posse, o presidente Collor anunciou o mais ambicioso plano de estabilização que a economia brasileira já assistiu. Todas as medidas enumeradas pelo Plano tinham a clara intenção de reverter o processo hiperinflacionário pelo qual passava a economia brasileira. Até mesmo, o crescimento econômico foi deixado em segundo plano para a tentativa de uma reversão nas expectativas inflacionárias dos agentes. O Plano compôs-se por uma tentativa de estabilização no curto prazo. Não poderia deixar de levantar características do Plano como uma reforma estrutural do Estado e de seu papel economia. Entretanto, para alcançar o objetivo do projeto, o presente estudo se atentará em descrever os principais pontos que fornecerão ao leitor o desenho da conjuntura econômica no período.

O Plano Collor I teve como medidas mais importantes contra o processo inflacionário de forma rápida a reforma monetária e o ajuste fiscal. Economistas do governo da época fizeram diagnóstico de que havia um excesso de liquidez na economia, fato que seria eleito como uma das principais razões para a inflação intermitente na economia brasileira. Segundo o governo, este fato impossibilitava uma política monetária mais ativa como instrumento de controle inflacionário. Em outras palavras, o governo precisaria controlar de forma efetiva a liquidez da economia. Para isso, o pacote econômico da equipe de Collor soltou uma medida bem impopular que caracterizou seu governo posteriormente: o Bacen bloqueou 80% do estoque de moeda do país, que em nosso caso, representou uma grande parcela de paralisação da caderneta de poupança e CDB's. Esta utilização do congelamento de ativos foi tomada como um instrumento de redução da liquidez pelo governo em vigência. Uma parcela deste estoque de moeda congelada no país foi sendo transformada em uma nova moeda chamada de cruzeiros.

Com a implementação destas medidas somadas a forte tributação, a indústria de fundos de investimento sentiu os efeitos adversos do Plano Collor. Não era de se esperar outro desfecho, já que o plano econômico impactou fortemente nas expectativas dos agentes, principalmente no que diz respeito à falta de transparência em relação à troca de

moeda. A dimensão do setor caiu vertiginosamente em 1990, até que em dezembro deste ano, a captação líquida voltava a respirar.

Tabela 2.3.1 – Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento

Fundos de Investimento (R\$ Milhões Constantes)		
Período	Patrimônio Líquido	Variação % do PL
1981	7.692,89	(0,27)
1982	8.639,26	12,30
1983	13.759,26	59,26
1984	22.698,10	64,97
1985	42.719,58	88,21
1986	28.734,35	(32,74)
1987	44.933,63	56,38
1988	100.060,24	122,68
1989	208.520,48	108,39
1990	47.727,60	(77,11)

Fonte: BACEN

Em relação a este travamento da moeda, a equipe econômica do governo pretendia eliminar a parcela de liquidez da economia que foi classificada como um excesso de liquidez. Para isso, congelou um grande percentual de moeda nacional, liberando apenas uma quantia menor deste estoque para conversão no novo papel moeda criado. Por outro lado, durante este período em que a moeda ficasse congelada, os recursos renderiam a correção monetária integral mais uma taxa de juros de 6% ao ano.

De acordo com Rego (1994), através da zeragem automática oferecida pelo Bacen às instituições financeiras, os títulos públicos transformaram-se em substitutos perfeitos da moeda legal. Ao dar liquidez imediata ao custo do overnight aos títulos do governo, o Bacen concedeu as financeiras uma espécie de redesconto ilimitado e sem custo punitivo. A razão para tal concessão do Banco Central brasileiro foi a de eliminar os riscos de liquidez associados ao financiamento de títulos de prazo mais longo com recursos de curto prazo por parte do sistema financeiro. Além de garantir seu próprio financiamento dentro de um ambiente econômico instável, o governo também assegurava a solvência das instituições financeiras, em razão da elevada alavancagem em relação aos seus patrimônios.

Na tentativa de eliminar o excesso de liquidez, o governo precisou impor limites para a conversão do novo papel moeda. Um desses limites foi que apenas 20% do valor de quotas de fundos de renda fixa e de fundos de curto prazo foram liberados para a conversão em cruzeiros. Mesmo assim, os valores não convertidos de imediato seriam corrigidos integralmente pela variação de correção monetária, acrescida de juros de 6% ao ano a partir de 1991.

Para Belluzzo (1994), a moeda indexada não foi fruto de uma deliberação da política monetária, mas sim da concorrência privada, baseada na não-realização de investimentos por causa do cenário econômico impróprio, que fez com que agentes econômicos com liquidez disponível demandassem por aplicações alternativas de curto prazo para seus recursos ociosos. A moeda indexada surgiu adaptando-se a isso, no qual o sistema financeiro desenvolveu um conjunto de aplicações de curto prazo com lastro em títulos públicos, tidos pelo mercado como ativos de menor risco.

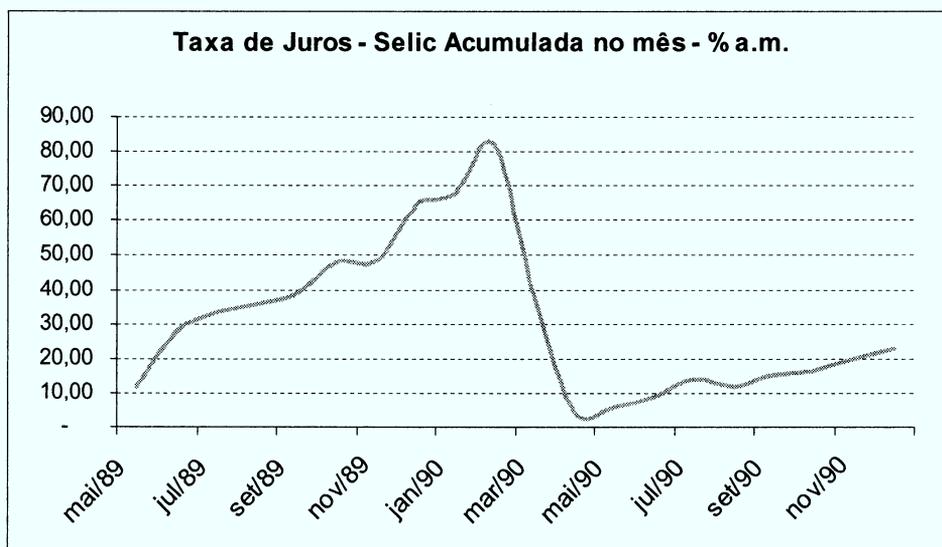
Para Madi (1993), a reforma monetária de 1990 trabalhou na direção de retirar de circulação o “excesso de liquidez” da economia, através do bloqueio de ativos monetários e não-monetários, além de outorgar o fim da zeragem automática, extinguindo o financiamento diário e automático a custo do overnight às instituições financeiras, aplicando um custo punitivo caso as instituições financeiras não conseguissem financiar sua carteira de títulos públicos junto ao mercado.

Após a extinção da zeragem automática, o Bacen renunciou uma política ativa de juros, atuando a partir daquele momento através das reservas das instituições financeiras, fixando uma taxa de juros primitiva nas operações de redesconto dos títulos públicos. Neste sentido, a política monetária passou a administrar o saldo total das reservas de livre movimentação dos bancos, utilizando-se da taxa de recolhimento compulsório, no sentido de restringir a expansão monetária. Na prática, portanto, a política monetária não se sustentou como uma política de controle quantitativo dos agregados monetários, transformando-se em uma política de fixação de juros para direcionar as expectativas dos agentes na formação de preços.

Quando no segundo bimestre de 1990, a equipe econômica tentava operar a política monetária a partir do pressuposto de um controle quantitativo sobre os agregados monetários, dentro de um curto período de tempo, essa intenção não se sustentou, pois ela

instabilizava as taxas de juros, cujo sua função é primordial para a tomada de decisões dos agentes econômicos.

Gráfico 2.3.2 – Taxas de Juros – Selic Acumulada no Mês



Fonte: BACEN

Devido à sua posição como ponta de lança do processo de endogenização da oferta de moeda, o segmento de fundos de investimento, vai receber atenção crescente. A indústria de fundos de investimento assistiu 80% de valor em renda fixa e fundos de curto-prazo ser congelados de forma unilateral pelo governo. O impacto nos agentes possuidores de aplicações nestes setores foi imediato. Em curtíssimo espaço de tempo se instaurou entre eles um sentimento de insegurança e imprevisibilidade. É de se esperar que o congelamento de quase 80% de toda riqueza financeira do país provocasse uma situação de total incerteza em relação à solvência dos agentes privados. A implementação de limites para a conversão de moedas levou instituições financeiras a perder o conhecimento total da real situação de seus portfólios. Fundos de investimentos perderam a noção da evolução de sua performance, devido à complicada transição de papel-moeda. Esta conversão de cruzados novos para cruzeiros nas operações de caderneta de poupança e fundos de renda fixa provocou desencontros entre clientes e os próprios empregados dos bancos.

A segunda vertente que seria atacada pelo governo Collor foi o déficit fiscal. O Plano Collor I tentou recuperar o caixa do governo, via aumento da receita do Tesouro. Uma das medidas apresentadas pelo Plano foi a incidência transitória do IOF – Imposto sobre Operações Financeiras - sobre os principais títulos financeiros. A cobrança do IOF sobre as ações era com uma alíquota de 25%, sobre o over, letras de cambio e debêntures era de 8%. Por fim, a caderneta de poupança teve a incidência sobre suas operações de uma alíquota de 20%. Além disso, houve modificações permanentes de caráter fiscal definidas pelo governo como imposto sobre ganhos de capital na Bolsa. A alíquota de 25% do IR – Imposto de Renda – passou a incidir sobre os ganhos líquidos auferidos em operações nas Bolsas de Valores, de mercadorias e futuros.

O resultado deste ajuste fiscal promulgado pelo governo foi de uma queda dos rendimentos líquidos de uma forma geral dos fundos de investimento. Tanto rendimentos em fundos de renda fixa, quanto os rendimentos em fundos de renda variável tiveram uma parcela de seu valor absorvida pelo governo. Somado a grande incerteza sobre os investimentos nos fundos, este período foi extremamente um marco para o setor de fundos, com perdas de investidores e saldo financeiro líquido.

Uma das fontes do processo inflacionário, conforme o governo Collor, as aplicações overnight também foram atacadas pela equipe econômica. Foram criados novos títulos públicos, que tinham como característica central o fato de serem pré-fixados com prazo de vencimento de até 28 dias. Os novos títulos públicos substituíram títulos que tinham prazo de vencimento de 1 dia, no qual rendiam uma taxa diária de overnight, o que tornavam os aplicadores como perpetuadores da inflação, na medida em que projetavam nas taxas de juros nominais dos títulos a inflação passada. Assim, o controle do nível de liquidez do sistema era sancionado diariamente pelas expectativas dos agentes, fato que foi atacado pelo governo com a criação dos novos títulos públicos. Além disso, o governo introduziu o IOF sobre as operações financeiras de curto-prazo, com o estabelecimento de uma alíquota máxima de 1,5% ao dia sobre as operações financeiras com períodos inferiores a 18 dias. Assim, era visível a tentativa do governo em desmontar os mecanismos que induziam à preferência por liquidez, através do encarecimento do posicionamento financeiro no curto prazo.

As medidas governamentais de congelamento não pararam na tentativa de enxugamento de liquidez da economia. Os preços também foram congelados, passando a política de preços administrada pelo governo. Esta política tentava apagar a memória inflacionária dos agentes e servir como um instrumento de coordenação dos reajustes de preços, visando facilitar a saída para o congelamento.

De acordo com Madi (1993), a ineficácia dos planos de estabilização no governo de Collor teve como causa a os prazos e a liquidez dos ativos financeiros da época, visto a generalização de aplicações com baixa periodicidade e demandantes de altíssima liquidez. Assim, a equipe econômica via necessária à fixação dos juros em altos níveis para impedir o desencadeamento de processos especulativos.

De acordo com Belluzzo (1990), essa enorme preferência por liquidez, ocorrida na transição da década de 80 para os anos 90, resultou em uma perda de eficácia da política monetária de Collor, em relação ao baixo crescimento econômico apresentado pela economia nacional na época. O processo de indexação dos ativos financeiros citado anteriormente aumentou a instabilidade inflacionária, na medida em que os agentes econômicos incorporavam suas expectativas de inflação futuros nos preços correntes.

Belluzzo (1990) defende a idéia de que o resultado positivo de uma política de juros vem de sua capacidade de induzir modificações de portfólio e afetar decisões de gasto. Isso nos remete a presunção de que existem diferentes tipos de expectativas e opiniões por parte dos agentes econômicos, princípios básicos levantadas pela teoria keynesiana.

O fato de o cenário econômico apresentar tal instabilidade financeira fazia com que os agentes vivessem dentro de um risco permanente de eclosão da hiperinflação. Isso impossibilitava o alongamento das posições dos aplicadores, trazendo-os para um limite inferior com a sinalização das taxas de juros de curtíssimo prazo. E conforme Belluzzo (1990), contra o temor de um movimento especulativo, a equipe econômica do início da década de 90 institucionalizada essa riqueza líquida de curtíssimo prazo com o objetivo de não pressionar o câmbio e financiamento público.

Conforme Madi (1993), a experiência ortodoxa de gestão monetária no Brasil em 1990 se resumiu na tentativa efetiva de uma política de controles quantitativos dos agregados monetários da economia. Logo após o Plano Collor I, houve um intenso processo de remonetização da economia, no período seguinte ao congelamento monetário

efetuado pela equipe econômica. Na transição do papel-moeda, a expansão dos agregados monetários refletia uma demanda por moeda pelos agentes na medida em que tentavam reconstruir suas posições antes congeladas. E diante dessa pressão por parte dos agentes em um movimento desesperado para conversão da moeda, o Bacen se via encurralado com receio de uma provável hiperinflação, e assim, sancionava uma expansão endógena da moeda.

A adoção destas medidas de contenção da riqueza financeira determinou uma grande instabilidade do sistema, fazendo com que os tomadores de títulos exigissem um aumento constante nos juros. Esta instabilidade nos mercados fez com que o Bacen interviesse no mercado por meio de injeção de liquidez, temeroso com a crescente possibilidade de insolvência de instituições financeiras.

Assim, a expansão do setor de fundos de investimento no início da década de 90 se compreendeu em aumentar as modalidades das quase-moedas na forma de moeda indexada, tendo em vista a demanda dos agentes econômicos em se proteger de rentabilidades inferiores à inflação.

Mesmo com todas as medidas recessivas e de aperto na liquidez, a inflação voltou a subir já no final do ano de 1990. Aos poucos, o governo foi perdendo seu controle sobre a liquidez. As taxas de juros reais se elevaram, acompanhando o aumento da probabilidade de insolvência de muitos agentes e incerteza no mercado financeiro. A manutenção da estabilidade dos preços por um período de tempo suficientemente longo para apagar a memória inflacionaria dos agentes não se sustentou e ruiu.

Por fim, em Barros (1991), já em 1983, houve uma grande concentração dos ativos financeiros nos depósitos de overnight, 100% lastreados em títulos públicos, revelando a incorporação do processo inflacionário na atividade dos fundos, através de inovações financeiras desenvolvidas pelo poder privado e público. Desta forma, a equipe econômica do governo Collor proporcionou a este ambiente econômico instável a institucionalidade, aonde a indústria de fundos de investimento cresceu neste período na forma de quase-moedas.

2.4 - Plano Collor II

Já em 1991, o governo sentiu-se extremamente pressionado com o cenário econômico instável e lançou o Plano Collor II. Foi lançada naquele ano uma nova tentativa de reverter à trajetória inflacionária e de recuperar a capacidade de a política monetária controlar a liquidez.

Para alcançar tal resultado, o Plano Collor II adotou medidas bem definidas e impactantes na área monetária. Uma delas foi à criação do Fundo de Aplicações Financeiras (FAF) em substituição ao overnight para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, com o qual os títulos da dívida pública funcionavam como lastro desses depósitos. Representado por esta medida, ficou claro que o plano de estabilização tinha como base central o papel de desindexar a economia, tido como o desafio estrutural de se conseguir a efetividade da política monetária em estabilizar a economia nacional com sucesso.

Depois de inúmeras iniciativas contra as aplicações classificadas como overnight, o governo finalmente derrubou estes tipos de investimentos. Os FAF's seriam administrados pelos bancos, lastreados em títulos públicos, afim de absorver todas as aplicações de curtíssimo prazo. A rentabilidade seria diária, porém o aplicador compraria quotas que renderiam a mesma remuneração, independente do valor aplicado. Não haveria restrições de tempo mínimo para o resgate, mas o investidor pagaria IOF de forma inversamente gradativa, ou seja, tão maior quanto menor o prazo do depósito.

A grande característica dos fundos FAF ainda estaria por vir. Foi estabelecido pelo governo que dentro da composição do FAF necessariamente 50% do total dos recursos aplicados poderiam ser aplicados a critério das instituições administradoras dos fundos. Desta forma, o governo restringiu a liberdade do setor financeiro, em relação a composição dos portfólios bancários, na medida em que se delimitou a composição de suas carteiras com títulos bem menos rentáveis, que os títulos de curtíssimo prazo caracterizados pelo overnight.

Outra medida que norteou o sistema bancário nacional naquele período foi à criação da Taxa Referencial (TR). O governo criou um importante referencial para as aplicações financeiras, nas quais seriam reajustadas não mais pela inflação passada, e sim pela

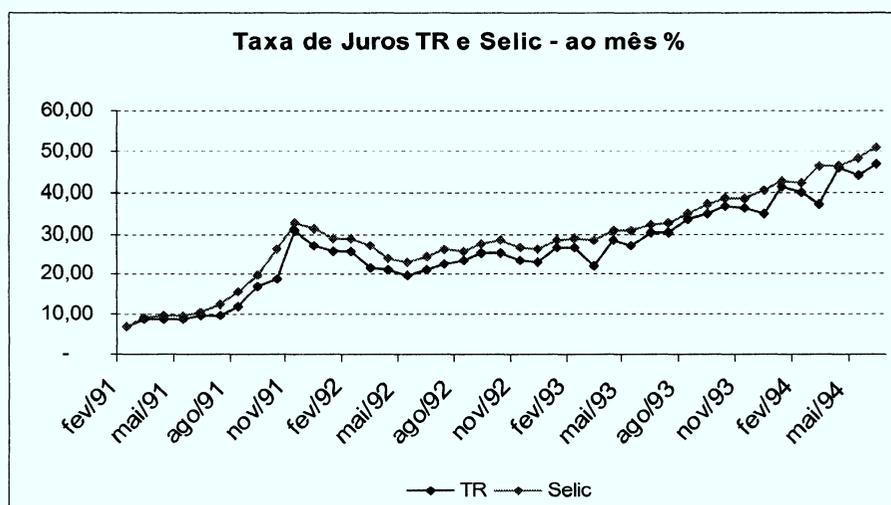
CEDOC - IE - UNICAMP

expectativa de inflação para o mês corrente. Não diferente, o FAF utilizaria a TR como referência para remunerar todos os seus aplicadores. A partir daquele momento, a poupança passaria também a ser corrigida pela TR mais 0,5% ao mês de remuneração total.

A TR pretendia substituir na formação das taxas nominais de juros a memória inflacionária pela expectativa oficial quanto à inflação futura embutida nos juros nominais. A introdução da TR no mercado financeiro eliminava a indexação dos títulos financeiros junto a taxa de juros overnight, acabando com a valorização diária das quase-moedas para Madi (1993).

Com a manutenção da indexação à TR apenas para os contratos financeiros com prazos superiores a noventa dias, exceto poupança e títulos públicos, o governo tentou substituir a memória inflacionaria pelas expectativas quanto à inflação futura embutidas nos juros nominais praticados pelo mercado financeiro. A política de juros na época baseava na tentativa incorporação da fixação da TR junto ao mercado, com o objetivo de bloquear a memória inflacionaria dos agentes. Por medida de política monetária, a TR era fixado um nível da TR até o oitavo dia útil do mês, impedindo que alterações nas expectativas inflacionárias sejam prontamente captadas pela taxa básica de juros da economia, via decreto.

Gráfico 2.4.1 – Taxa de juros TR e Selic Mensal



Fonte: BACEN

Logo após o início de sua implementação, o problema em relação ao uso da TR como balizador era o nível de sua determinação. Sendo fixada em um nível baixo, existia a possibilidade de uma remuneração negativa para títulos públicos. O Bacen precisaria alinhar positivamente as expectativas dos agentes para a inflação, para não definir a TR em um nível prejudicial, que resultaria em fugas dos títulos públicos pelos agentes.

Com o FAF, o pequeno investidor ganhou certo espaço no setor de fundos de investimento. Enquanto que o banco deixou de ganhar com os diferenciais de juros da remuneração paga de acordo com o valor aplicado, o pequeno investidor ganhou pois, quando ele compra quotas, elas rendem exatamente o mesmo valor independente do número de quotas compradas. Podemos afirmar que a remuneração é equivalente, rendendo o mesmo valor por quota.

Em geral, o sistema bancário reagiu de maneira negativa as essas novas mudanças, que tentavam ampliar o raio de manobra da política monetária. É clara a inversão do rumo aonde se centrava a equipe econômica do governo. A prefixação da remuneração das taxas de juros via TR foi um recurso utilizado pelo Bacen para procurar administrar as expectativas dos agentes quanto à inflação futura. Com o Plano Collor II, o governo tentava centrar-se mais no controle dos juros, ao contrário do plano anterior, que tinha como característica principal a tentativa de controle sobre a liquidez. Isso se dava através da administração da taxa de juros nos leilões de mercado aberto, o Bacen sinalizava aos agentes a sua expectativa de inflação para o mês corrente.

Em poucos meses, o Bacen conseguiu manter a taxa de juros nominal relativamente estável, após sucessivos períodos de volatilidade das aplicações financeiras. Depois de um início do plano ruim para os detentores de títulos públicos, até mesmo com a incidência de rendimentos reais negativos, houve um bom crescimento na metade do ano de 1991 das aplicações financeiras.

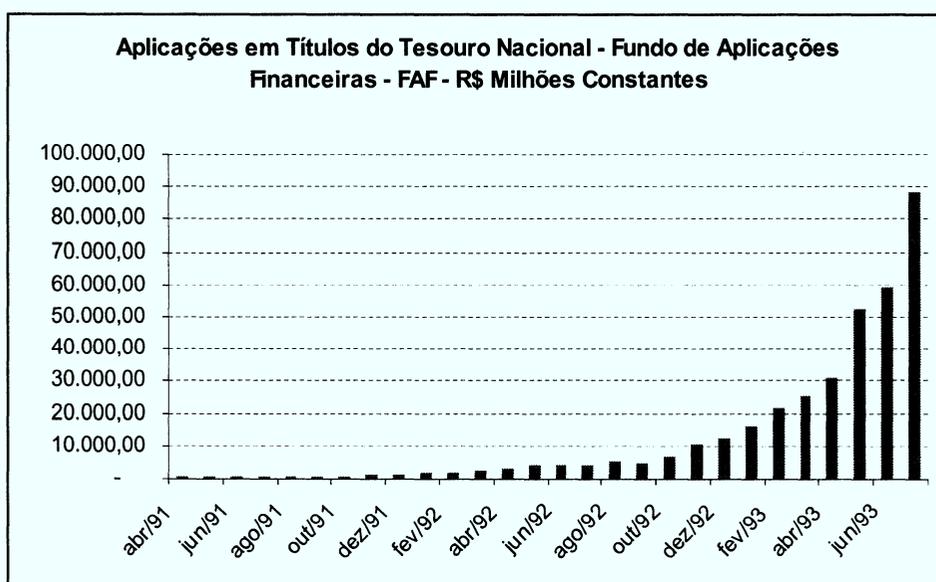
Tabela 2.4.1 – Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento

Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento (R\$ Milhões Constantes)		
Ano	PL	Número de Fundos
1990	47.813,51	289
1991	94.872,99	324
1992	131.505,00	476

Fonte: ANBID

O crescimento de mais de 60% do patrimônio líquido do FAF indicou o sucesso que foi a criação desse fundo. Agora, mesmo havendo no ano certas medidas para controle de liquidez, é possível afirmar que o controle dos juros era tido como prioritário pela equipe econômica que planejou o Plano Collor II. Assim, o desafio enfrentado pelo governo seria a administração da TR nos próximos meses, como um caráter de transição, visando um posterior alinhando das expectativas dos agentes com a determinação do governo. Esse controle da TR se encontrava primordial para sanar todas as dúvidas do mercado financeiro, quanto ao uso deste referencial como um indicador da inflação futura.

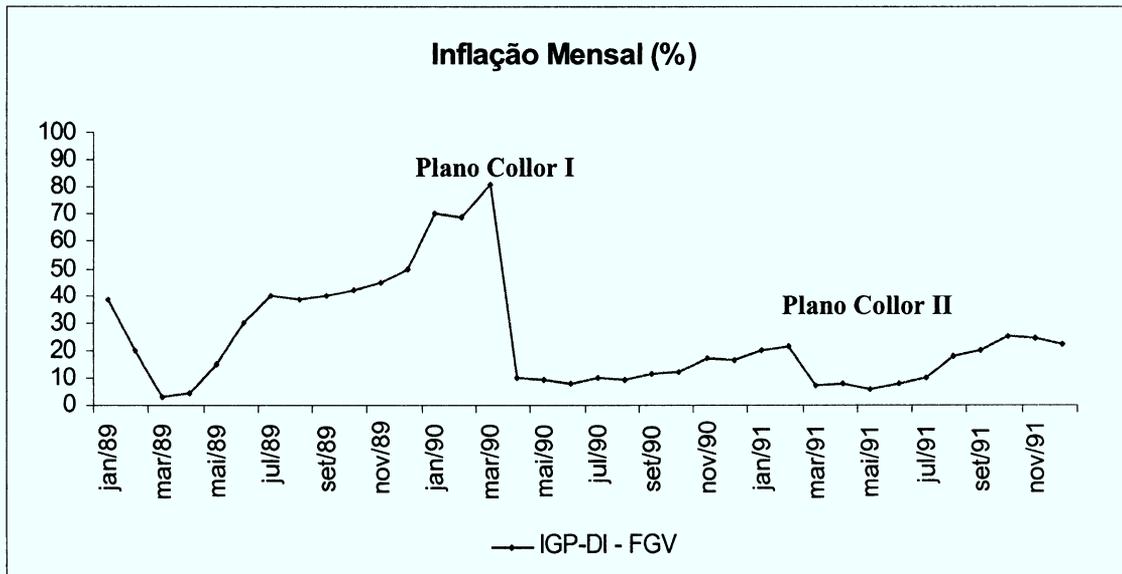
Gráfico 2.4.2 – Aplicações em Títulos do Tesouro Nacional



Fonte: BACEN

Apesar de todas essas implicações ao mercado financeiro, o ano de 1991 terminou com a inflação estabilizada, entretanto ainda dentro de um patamar bem elevado.

Gráfico 2.4.3 – Inflação Mensal medida por Planos Econômicos



Fonte: FGV

Após o fracasso do Plano Collor II em seu quesito central, o Bacen atuou na direção da estabilização da taxa de juros no curto prazo dentro de um nível real, ou seja, taxas de juros nominais superiores a inflação. O objetivo então passou a reduzir o nível de demanda agregada doméstico com a introdução de uma política monetária restritiva.

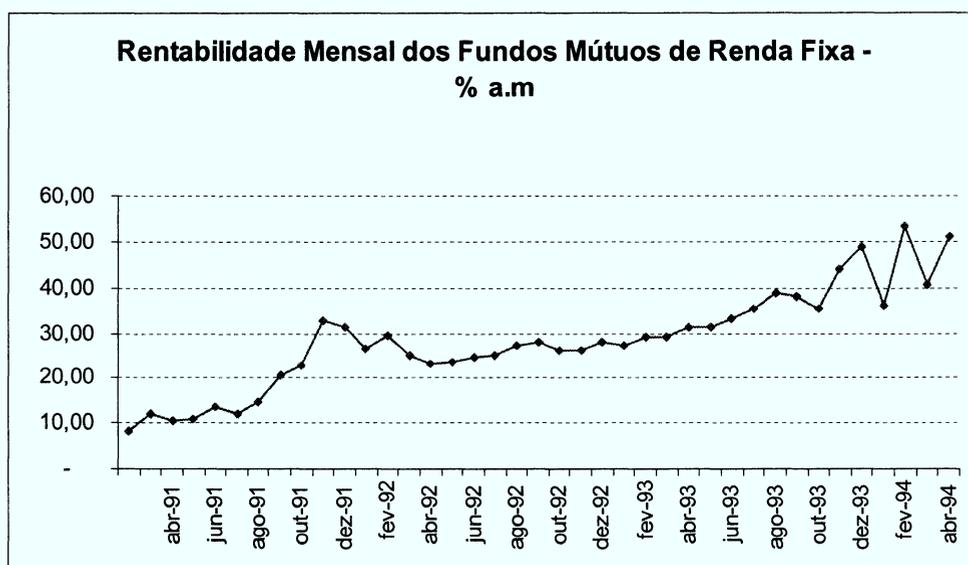
No final de 1991, o risco sistêmico de uma hiperinflação aumentou, por causa de taxas de juros nominais que não acompanharam a forte aceleração da inflação. Para combatê-lo, o Bacen promoveu uma elevação expressiva da taxa de juros para conter as expectativas quanto à retomada de um quadro inflacionário a partir de “choque” de taxas de juros nominais, de acordo com Madi (1993).

Se por um lado, essa política de juros reais extremamente elevados estimulou o ingresso de moeda estrangeira no Brasil, devido o aumento da distância em relação aos juros internacionais, aumentando o volume dos fundos de ações, por outro, subiu a colocação de títulos públicos no mercado para tentar controlar o crescimento da

oferta de moeda. Isso ampliou a especulação com os fundos quase-moedas e pressionou ainda mais as expectativas inflacionárias.

Essa política de juros reais acentuou de forma mais intensa a preferência pela liquidez dos agentes, além de reforçar o circuito especulativo, fato que lhe proporcionou o status de ineficaz no combate à inflação e no controle quantitativo dos agregados monetários. E para a indústria de fundos, esses juros fizeram com que os investimentos em renda fixa apresentassem remuneração real positiva expressiva.

Gráfico 2.4.4 – Rentabilidade Mensal dos Fundos Mútuos de Renda Fixa



Fonte: BACEN

Essa elevação dos juros internos determinou um aumento ainda maior do spread entre as taxas de juros interna e externa. Isso atraiu um volume crescente de capitais para o Brasil, que aliado com uma bonança de liquidez internacional, incentivou uma recuperação dos fundos de investimento como um todo.

Mesmo com a verificação da falha em diminuir a escalada inflacionária, a criação dos Fundos FAF se apresentou como o legado mais importante deixado pelo governo Collor no campo da política monetária, e que se perduraram durante anos. Estas medidas determinaram a evolução da indústria de fundos de investimento, e tiveram

implicações também no desenvolvimento do perfil dos investidores nacionais. Em contrapartida, a importância da interferência governamental na indústria de fundos de investimento do governo Collor situava -se no reconhecimento oficial de que a indústria de fundos passou a funcionar como um elemento de descontrole da emissão de ativos líquidos.

2.5 - Plano Real

Depois de sucessivas tentativas e fracassos, o governo brasileiro para cortar o processo inflacionário que se perpetuava durante toda a década lançou no final de 1993 o plano econômico de estabilização considerado o mais bem-sucedido no combate à inflação. Esse plano de longo prazo foi organizado em etapas, que resultariam no fim de quase três décadas de inflação elevada e na substituição da antiga moeda pelo Real.

Em meio a um processo de abertura comercial ao exterior, fomento das privatizações, renegociação da dívida externa e desregulamentação do mercado, a estabilização econômica ainda permanecia um grande desafio ao governo brasileiro. Para enfrentá-la, a equipe econômica dividiu o programa de estabilização econômica em fases na tentativa de atacar com foco nos problemas econômicos estruturais.

O primeiro momento ficou conhecido como a etapa do ajuste fiscal. Para isso, as ações foram direcionadas no sentido de reduzir os gastos da União, em contrapartida, recuperar a receita do governo via tributos e por meio de privatizações, visando reduzir sua participação na economia, conforme Lacerda (2001). Conjuntamente, o governo precisava equacionar as dívidas de estados e municípios, que apresentava um grande déficit fiscal, com um controle estritamente precário.

Em meados de 1994, a segunda fase foi introduzida com o intuito de neutralizar a inércia inflacionária pela utilização da Unidade Real de Valor (URV), a qual se caracterizou por um índice-moeda que refletia diariamente a inflação corrente, e seguia a variação da taxa de câmbio. Ele foi usado para ajustar os principais preços da economia, como salários, preços públicos e privados, aluguéis, contratos de longo prazo e aplicações financeiras. Desse modo, à medida que os contratos iam sendo

convertidos para URV, os preços em URV permaneciam estáveis, enquanto os preços cotados em Cruzeiro Real variavam diariamente. Como previsto, o mercado assegurou que a conversão dos preços de Cruzeiro Real para URV fosse basicamente realizada segundo o valor real médio dos contratos, e não conforme seus valores nominais de pico. Para Lanzana (2002), essa sistemática procurava alinhar os preços e no momento em que todos estivessem definidos em URV, a inflação estável seria a ocasião de desindexar a economia, com a substituição da moeda e extinção do indexador.

A terceira fase do plano foi caracterizada pela reforma monetária acompanhada de uma âncora cambial que transformou a URV em uma nova moeda, o Real, em substituição ao cruzeiro real. A taxa de inflação foi imediatamente reduzida próxima a zero, sem qualquer congelamento. Em meados de 1994, uma parcela cada vez maior de preços era cotada em URV's, e o governo decidiu introduzir uma nova moeda cuja unidade era igual a esse indexador. Como se fosse o último suspiro da forte inflação, No período da conversão de preços da moeda anterior para o Real, houve um aumento bastante generalizado de preços em vários supermercados e lojas. Além disso, executivos temiam a introdução de um congelamento de preços, habitual em tentativas anteriores de estabilização, como mostra Pereira (2001).

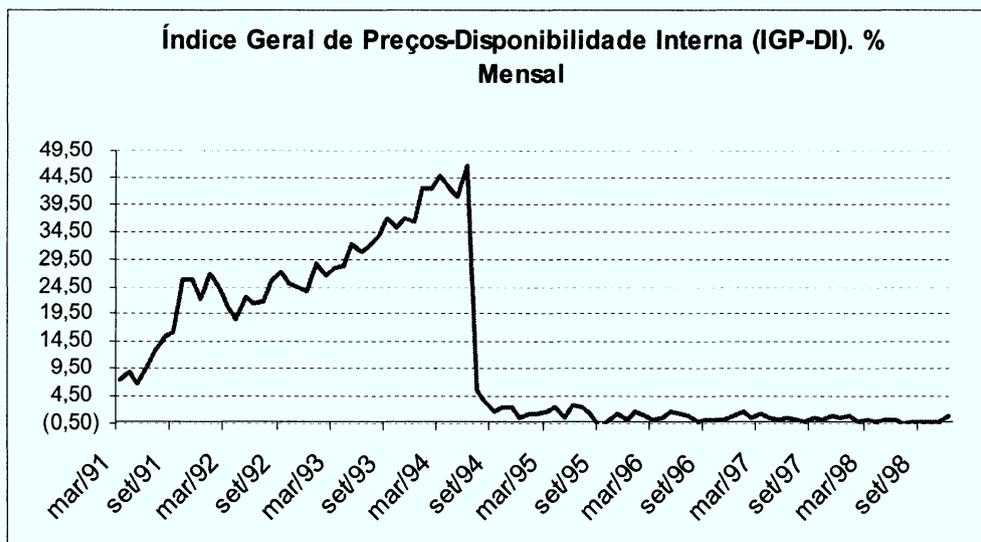
Ao implementar a nova moeda, o governo absteve-se, contundentemente, de impor quaisquer congelamentos de preços, além induzir a redução de compras de artigos de primeira necessidade por parte da população brasileira. A confiança do público na estabilidade da nova moeda e, portanto, na manutenção do poder aquisitivo, levou os consumidores a postergarem suas compras. Esse fato fez com que os preços de bens e serviços se mantivessem estáveis. Os primeiros resultados observados foram na queda da taxas de inflação, confirmando assim as expectativas do governo.

Conforme Madi (2004), o Plano Real foi implementado em base de princípios como o caráter inercial da inflação brasileira e a necessidade de fim do processo de indexação da economia. A equipe econômica acreditava que uma contração da demanda agregada através de elevação da taxa de juros e restrição de crédito seria um caminho a percorrer para a estabilização. Tal modelo apoiou-se na constituição de

uma âncora cambial com crescente liberdade de importações e de movimento de capitais. De modo simplificado, a lógica do modelo se constituía na previsibilidade da taxa de câmbio e na liberdade de importações que estabeleciam um teto para os preços internos. Por outro lado, a entrada de capitais viabilizaria o financiamento das importações das demais obrigações do balanço de pagamentos, no curto prazo. E no longo prazo, a estabilidade e o acesso a fontes de financiamento levariam a economia brasileira à modernização e ao equilíbrio duradouro do balanço de pagamentos.

Em relação à indústria de fundos de investimento, a reforma monetária compreendida no Plano Real veio a impactar a diversificada indústria de diversas formas. Em primeiro lugar, o sucesso no combate à inflação modificou o quadro em que se expandiu a indústria de fundos. A proteção contra a corrosão inflacionária dos saldos transacionais deixou de ser um elemento relevante na determinação das aplicações financeiras.

Gráfico 2.5.1 – Índice Geral de Preços Mensal – Disponibilidade Interna



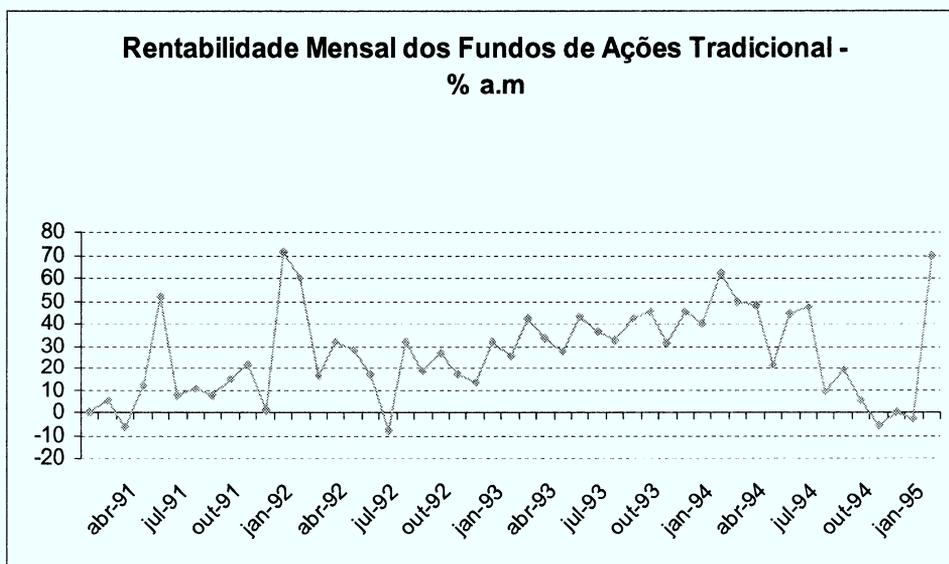
Fonte: BACEN

Por outro lado, no imediato lançamento da nova moeda, o real, as perspectivas de longo prazo pareciam mais promissoras, além do que as finanças públicas começavam a se equilibrar com a ajuda das privatizações. Com isso em perspectiva

macroeconômica, os agentes incorporaram como análises de curto-prazo melhores perspectivas de colocação de dívida pública e do financiamento do investimento em longo prazo.

Com a possibilidade de uma diminuição das taxas de juros de curto-prazo, a indústria de fundos de investimento passou por uma nova fase. No caso dos investidores estrangeiros, é possível que as expectativas de ganhos de capitais com uma esperada valorização do real e de uma queda das taxas de juros tenham desempenhado seu papel de uma valorização dos fundos relacionados à renda variável.

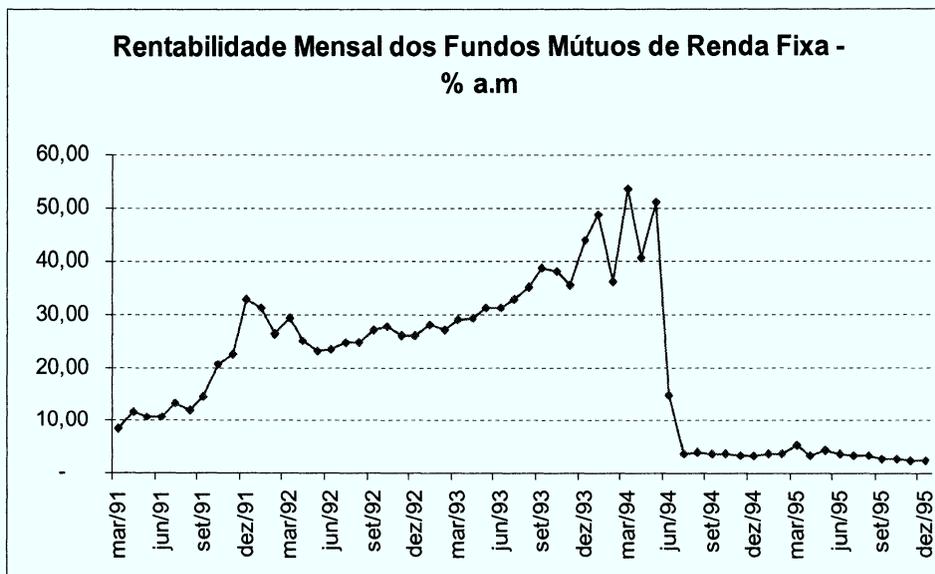
Gráfico 2.5.2 – Rentabilidade Mensal dos Fundos de Ações Tradicional



É importante destacar que a exploração de taxas de juros reais elevadas no início da década de 90 estimulou o crescimento da indústria de fundos de investimento, ao mesmo tempo em que as incertezas recolocavam o atributo de liquidez como fundamental. Do lado do sistema financeiro, por sua vez, Zibbechi (1998) ressalta que o sistema bancário soube tirar proveito do sistema de pagamentos que desenvolveu ao longo do período inflacionário para oferecer produtos cunhados para momentos de elevada preferência por liquidez. Assim, a ascensão da renda fixa como alternativa de

manutenção de recursos líquidos foi ainda mais favorecida pela interação entre bancos comerciais e fundos de investimento. Por conta das facilidades operacionais para mover recursos entre depósitos à vista e os fundos, os fundos ganharam características de depósitos à vista.

Gráfico 2.5.3 – Rentabilidade Mensal dos Fundos Mútuos de Renda Fixa

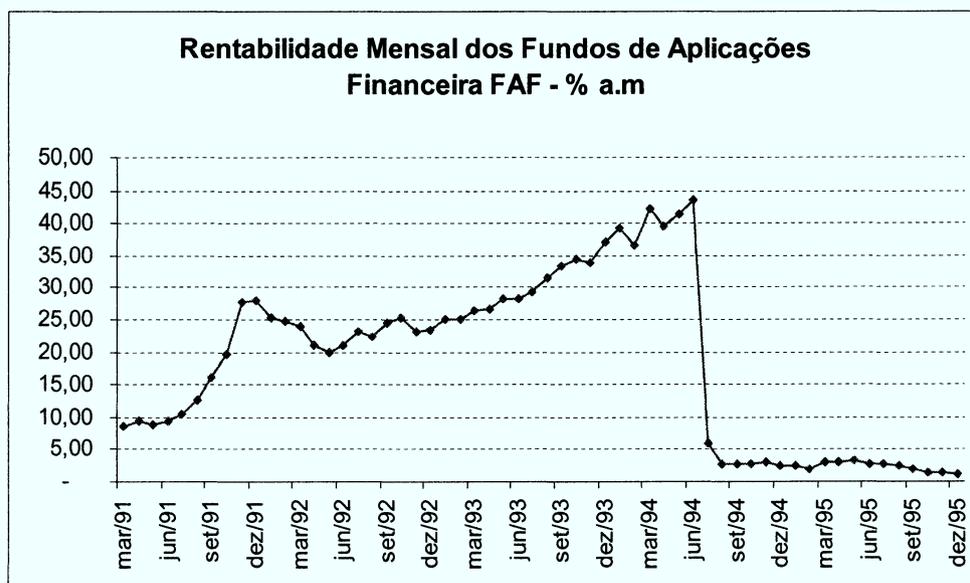


Fonte: BACEN

O mais importante para a indústria de fundos de investimento com o sucesso do Plano Real foi a estabilização econômica, introduzindo no mercado financeiro a perspectiva de alongamento dos prazos das operações financeiras. Entretanto, ainda em 1995, o Bacen via com cuidado a resposta da indústria de fundos dentro dessa nova perspectiva de estabilidade. Pelo fato desse alongamento de posições nos fundos necessitarem de um período de tempo, até que os aplicadores ganhavam confiança no novo sistema monetária, é previsível a atenção que o Bacen possui em relação aos fundos. Dada a grande parcela de fundos conhecidos como quase-moedas, o crescimento da indústria de fundos, com ativos extremamente líquidos, recolocava um velho problema para a política monetária no Brasil: uma queda na remuneração dos fundos poderia se converter em especulação com bens ou ativos reais. Ainda que esse risco, de todo modo, pudesse ter sido reduzido pela maior consolidação da

estabilidade de preços, o Banco Central ainda temia essa possibilidade de um aumento maciço da demanda agregada, que iria pressionar os preços.

Gráfico 2.5.4 – Rentabilidade Mensal dos Fundos de Aplicações Financeira



Fonte: BACEN

Em 1996, outro marco importante, no que tange à orientação da política monetária foi a criação pelo Banco Central do Brasil do Comitê de Política Monetária (Copom). O objetivo básico desse órgão tem sido estabelecer as diretrizes gerais da política monetária, além de passar a definir as taxas de juros básicas da economia. A introdução do Copom representou um grande avanço na institucionalização de um processo mais transparente no gerenciamento da política monetária. Além disso, essa nova sistemática passou a conferir maior credibilidade para a política monetária e para a determinação das taxas de juros consideradas básicas na economia brasileira.

Assim, para a indústria de fundos, o ganho da estabilidade econômica no Brasil foi o principal fator para uma maior consolidação do setor, no campo da diversificação. Para o Bacen, alargamento dos prazos das aplicações financeiras em fundos de investimento induziria mais rapidamente o alongamento da dívida pública,

permitiria a queda mais acentuada dos juros, uma vez que ficaria afastado o risco de conversão em ampla escala dos ativos financeiros em meios de pagamento.

Tabela 2.5.1 – Fundo de Renda Fixa de Curto Prazo

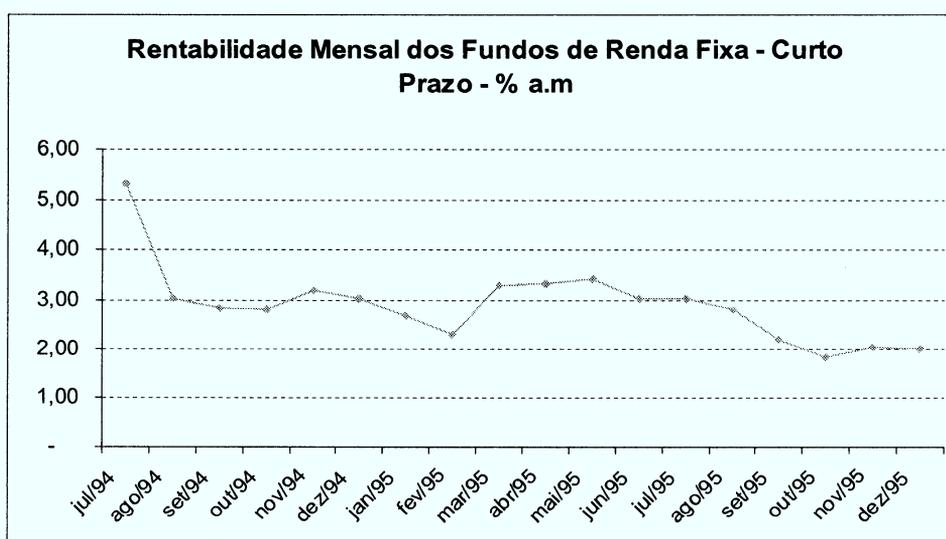
Fundo de Renda Fixa -Curto Prazo	
Data	Patrimônio Líquido - u.m.c. (mil)
maio-94	2.691.244,67
junho-94	1.887.613.820,48
julho-94	10.958.198.115,29
agosto-94	4.348.095,58
setembro-94	4.783.025,41
outubro-94	5.015.770,78
novembro-94	5.094.161,87
dezembro-94	5.138.432,16
janeiro-95	5.444.016,59
fevereiro-95	7.537.359,49
março-95	8.054.857,62
abril-95	8.676.676,43
maio-95	9.555.737,25
junho-95	10.124.921,33
julho-95	10.474.245,23
agosto-95	11.285.849,03
setembro-95	12.503.900,13
outubro-95	10.698.712,33
novembro-95	1.048.230,00
dezembro-95	641.295,00

Fonte: BACEN

Segundo o Relatório Anual do Bacen, o ano de 1996 testemunhou a manutenção da estabilidade de preços, a retomada, ainda que modesta, do nível de atividade econômica, e o afrouxamento da política monetária. De outro lado, a melhoria no quadro da liquidez internacional tornou possível o avanço do programa de privatizações, o que estimularia as bolsas. Nesse contexto, seria razoável admitir que os agentes econômicos, progressivamente, abrissem mão da liquidez e procurassem alternativas de aplicação que explorem ganhos derivados do crescimento econômico - o mercado de ações - e que oferecessem rendimento superior às alternativas de curto prazo, sobre as demais alternativas em fundos de renda fixa, poupança e CDBs.

Já a partir de 1997, em função das expectativas de cobrança da CPMF, aliada ao rápido crescimento das bolsas, iniciou-se um grande crescimento e mudança no perfil das aplicações, onde os fundos ligados à renda variável começaram a capturar recursos de fundos de curto prazo e os CDBs. Os CDBs perderam atratividade, pois a cada vencimento incidiria a CPMF, enquanto sobre os fundos incidiria apenas no momento do saque. De outro lado, a queda dos juros estimulou os fundos de ações, especialmente os de carteira-livre.

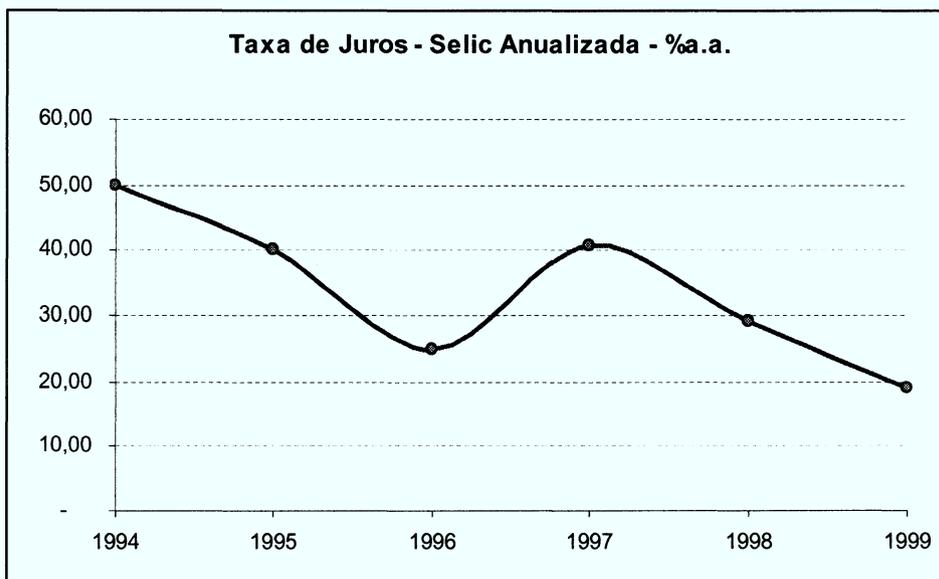
Gráfico 2.5.5 – Rentabilidade Mensal dos Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo



Fonte: BACEN

Nota-se que, a partir da implementação do Plano Real, as taxas de juros nominais ingressaram numa trajetória fortemente declinante, que somente foi revertida com o efeito transmissão da crise dos países asiáticos. Estes repiques da taxa de juros induzidos pelo Banco Central deveram-se, sobretudo, na piora das expectativas internacionais sobre a economia brasileira que imediatamente elevou o risco soberano do País. Tal efeito reduziu a pressão sobre a saída de capitais internacionais, mas comprometeu o desempenho da economia conforme discutem Triches & Caldart (2005).

Gráfico 2.5.6 – Taxa de Juros – Selic Anualizada Anual



Todavia, a política monetária caracterizada de taxas de juros elevadas ainda na metade da década de 90 gerou um crescimento da dívida pública interna resultante basicamente por dois mecanismos: o primeiro refere-se à incorporação do custo financeiro da própria dívida; o segundo é derivado dos efeitos da monetização da entrada de capitais internacionais os quais foram transformados em acumulação de reservas. Entretanto, esse último fator foi extremamente benéfico porque instituiu ao Banco Central credibilidade adicional para implementar e gerenciar o Plano Real com relativo êxito.

Pode-se citar como uma última fase do Plano Real, a flutuação da taxa de cambio com o objetivo de reduzir mais rapidamente a inflação. Entretanto, com a apreciação cambial resultante, o comércio externo tornou-se mais intenso devido ao aquecimento do consumo interno. Esse fato implicou déficits crescentes em conta corrente.

A eclosão também da crise mexicana ocorreu no momento em que tanto o consumo como o déficit em transações correntes atingia níveis extremamente elevados. Dessa forma, o governo continuou a praticar política monetária mais restritiva. A estratégia era baseada na taxa de juros doméstica de curto prazo e nas exigências de reservas altas sobre os bancos para controlar a expansão do crédito.

Antes da incidência de crises internacionais, havia indícios de que as alterações na indústria de fundos pudessem, finalmente, desembocar na formação de uma fonte de recursos de prazo mais dilatado, em conjunto com o alongamento da dívida pública e, possivelmente, gerar um estímulo ao mercado de capitais. Contudo, a crise russa ocorrida no segundo semestre de 1998 e o elevado grau de fragilidade financeira externa do Brasil, impuseram, novamente, a elevação das taxas de juros como forma de conter a saída de capitais e manter estável o câmbio.

2.6 - Pós-Real: Sistema de Metas de Inflação

Seria possível esperar, no início do Plano Real, com as perspectivas de controle duradouro da inflação e com a redução da incerteza daí decorrente, a ampliação dos investimentos produtivos. Ao se confirmarem tais expectativas, os fundos de investimento encontrariam muitas oportunidades para adquirir papéis privados ligados ao longo prazo e ao financiamento do capital de giro.

Entretanto, o processo de ajustamento da indústria de fundos ao cenário macroeconômico brasileiro apresentou uma postura tipicamente defensiva. Uma consequência dessa postura se manifesta precisamente na composição dos ativos. Observa-se claramente uma concentração em torno de papéis de dívida pública.

O aumento das aplicações em títulos da dívida público pode ser observado a partir de 1998 pela evolução das aplicações em títulos públicos federais e em operações compromissadas, refletindo maior preferência por liquidez, os menores riscos embutidos nessas alternativas e a rentabilidade excepcional da dívida pública. As aplicações que envolvem maiores riscos que a dívida pública, como os certificados de depósitos e, em especial, as ações e debêntures, perdem espaço nas carteiras do conjunto de fundos.

Tabela 2.6.1 – Direcionamento da Carteira da Indústria de Fundos

Direcionamento da Carteira da Indústria de Fundos de Investimentos - %						
Data	Títulos Públicos Federais	Certificados de Depósitos	Operações Compromissadas	Ações e Debêntures	Demais Aplicações	Total da Carteira
dez-91	16,5	20,9	6,1		56,5	100
dez-92	23,8	17,3	2,1		56,7	100
dez-93	30,7	46,8	1,6	11,2	9,6	100
dez-94	20,8	42,8	2,1	5,8	28,5	100
dez-95	29	26	15,7	6,1	23,1	100
dez-96	36,1	11,8	28,1	5,1	18,9	100
dez-97	37,3	12,1	23,4	12,7	14,5	100
dez-98	63	7,2	10,5	9,8	9,5	100
dez-99	70	5,6	8,8	10,4	5,3	100
dez-00	67,8	5,3	12,3	3,3	11,3	100
dez-01	62,5	7,5	12,7	4,4	13	100
dez-02	54,7	5,7	20,9	5,1	13,6	100

Fonte: BACEN

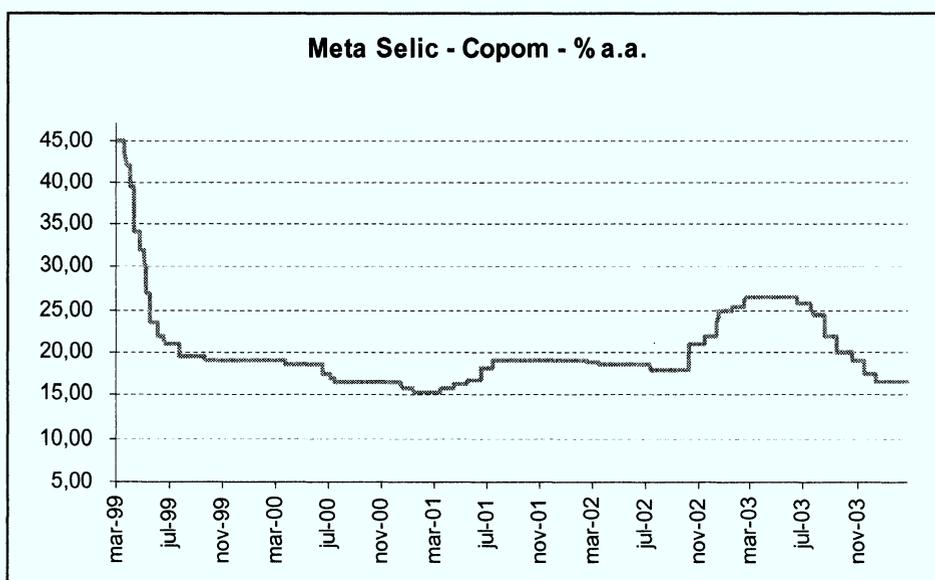
De acordo com Mendonça (2001b), a partir de 1999, uma das principais questões que passaram a fazer parte das preocupações de economistas monetários no Brasil diz respeito à condução da política monetária. O regime monetário adotado pelo Banco Central do Brasil (Bacen) foi o uso de metas de inflação que entrou em vigor neste mesmo ano, em meio a um cenário de altíssima inflação e forte desvalorização do real. Segundo Carvalho (2007), o regime de metas de inflação tem como característica o reconhecimento explícito de que o objetivo da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. E para que o objetivo seja atingido é anunciada uma meta inflacionaria a ser alcançada em um horizonte temporal. Assim, a taxa de juros de curto prazo atual como o principal instrumento de política monetária, que deve ser manipulada visando a convergência da inflação para a meta estabelecida. Os defensores do regime de metas de inflação afirmam que esta estrutura de política monetária garante mais eficiência na comunicação entre os agentes econômicos e as autoridades monetárias, além de proporcionar maior transparência e credibilidade, neutralizando as expectativas inflacionarias dos agentes. Para que esta credibilidade seja garantida, é necessário que haja constante comunicação, através da publicação de relatórios periódicos de inflação. Esse sistema

permite ao público compreender a intenção e os efeitos da política monetária, reduzindo incertezas quanto ao futuro da inflação (Carvalho, 2007).

Desta forma, o objetivo principal dessa política monetária estabelecida em 1999 é a estabilidade de preços e o seu principal instrumento utilizado é a taxa de juros de curto prazo, através do qual as metas de política monetária são buscadas. O Copom, instituído em 1996, é responsável por estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a meta de taxa de juros. A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório. O objetivo do manuseio da taxa de juros tende a provocar uma expansão ou contração na oferta de crédito e um aumento ou uma diminuição da liquidez, o que tende a incentivar ou reduzir o consumo das famílias e os investimentos, determinando de forma direta a demanda agregada, afetando os preços, e assim, balizando a inflação (Carvalho, 2007).

O gráfico abaixo expressa a evolução da meta para a taxa de juros básica da economia (Selic) entre os anos de 1999 e 2006. É possível observar que, de forma geral, houve grande redução dos patamares desta taxa ao longo destes anos. Esta redução, e suas eventuais alterações de tendência foram diretamente influenciadas pelo cenário interno e externo da economia, que respaldaram as decisões do Copom.

Gráfico 2.6.1 – Meta da Selic Anual - Copom



Fonte: BACEN

Segundo o relatório anual divulgado pelo Banco Central do Brasil em 1999, no período precedente à adoção do regime de metas de inflação, a taxa de juros básica se situava em 29%^{aa} no início de janeiro e elevou-se gradualmente ao longo do mês, estabilizando-se em 39%^{aa} em fevereiro. Conforme Modenesi (2005), o abandono do regime de metas cambiais foi seguido por um processo de desvalorização da taxa de cambio, o que gerou forte pressão sobre os preços dos bens comercializados com o exterior, fato que impactou a inflação geral. Diante deste movimento inflacionário, o Bacen decidiu restringir ainda mais a política monetária, alcançando o nível de 45%^{aa} em abril daquele ano. Esta mudança de patamar dos juros objetivou elevar o custo de oportunidade do mercado para se posicionar em moeda estrangeira, concorrendo para reduzir a volatilidade observada da taxa de cambio, e contribuindo, assim, para a reversão das expectativas de trajetória ascendente da inflação. Contudo, a evolução favorável dos indicadores macroeconômico permitiu a redução gradual da taxa de juros ao longo do ano. Esta postura preventiva buscou amenizar os riscos de que as incertezas decorrentes de instabilidades conjunturais, oriundas de pressões internas de oferta e de indefinições acerca do cenário internacional, pudessem comprometer as metas de inflação. Segundo Modenesi (2005), essa nova administração foi bem-sucedida com a economia suficientemente desaquecida, de forma a evitar que a desvalorização cambial fosse repassada integralmente para os preços ao consumidor.

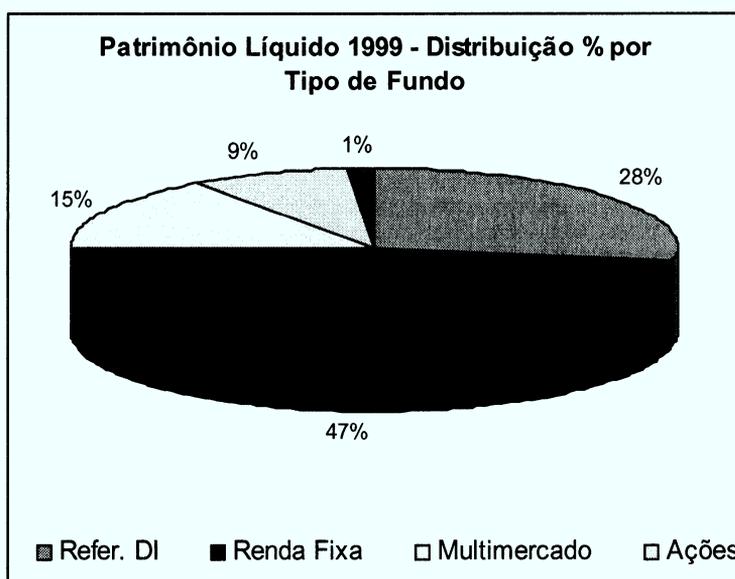
Ainda com os juros em níveis elevados, investidores no Brasil que procuraram aplicações em fundos de investimento no período de transição para a estabilidade apresentaram um viés claramente favorável à renda fixa, sendo um dos principais canais para a colocação de títulos públicos.

O permanente predomínio dos fundos que operam com renda fixa evidencia tal fato. Esse resultado revela a percepção predominante dos agentes de que os retornos das operações com ações e demais valores mobiliários ainda não compensava o risco que envolvia os ativos de renda variável, já que a estabilidade adquirida ainda era recente. Essa incerteza tornava difícil a elaboração de perspectivas de crescimento sustentado confiáveis, fato que não se modificou no curto-prazo com o sucesso da estabilização de preços durante o Plano Real.

Entretanto, já era possível constatar que os fundos de renda fixa depois de representar quase 92,70% de toda participação no patrimônio líquido da indústria de fundos de investimento começaram a perder espaço após a consolidação da estabilidade econômica brasileira.

A partir de 1995, os fundos multimercado se instalaram na indústria de fundos de investimento brasileira. Os fundos multimercado são fundos que procuram aplicar seus recursos em diversos tipos de ativos, montando uma carteira de composição equilibrada, tanto com aplicações em renda fixa, quanto variável. Desta forma, a partir de alcançada a estabilidade monetária, os agentes começaram a se dispor de maneira crescente a tomar riscos, tentando aproveitar flexivelmente das vantagens dos dois tipos de fundos.

Gráfico 2.6.2 – Patrimônio Líquido dos Fundos em 1999.



Fonte: ANBID

No ano de 2000, conforme o relatório anual do Bacen, houve significativa expansão do PIB aliada a taxas de inflação decrescentes. Modenesi (2005) aponta que foi verificada uma redução na volatilidade da taxa de câmbio e, paralelamente a esta redução, verificou-se um arrefecimento da pressão inflacionaria tanto nos preços ao atacado, quanto nos preços ao consumidor. Com a conjuntura favorável, a meta para a

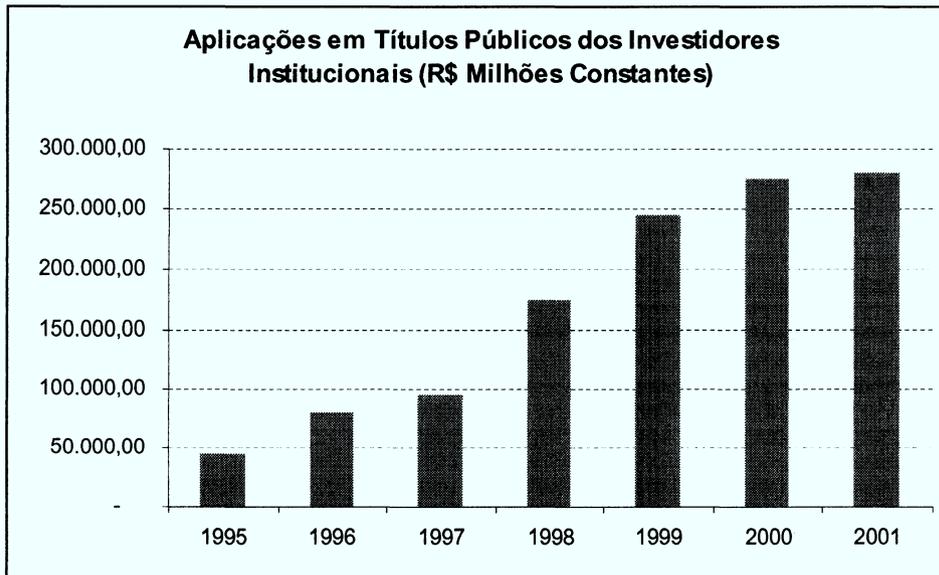
taxa de juros foi reduzida, saindo de 19% ^{aa} até abril rumo aos 15,75% ^{aa} em dezembro. Modonesi (2005) afirma que a flexibilização da política monetária, aliada a uma base de comparação deprimida, possibilitou que se registrasse bom desempenho econômico.

Na transição para 2001, as expectativas em relação à economia nacional mantiveram-se favoráveis, reflexo da trajetória consistente dos fundamentos macroeconômicos internos e da baixa volatilidade nos mercados internacionais, conforme descrito no Relatório Anual do Bacen daquele ano. Entretanto, uma combinação entre crise econômica na Argentina, o racionamento de energia elétrica e a expectativa de aprofundamento da recessão econômica registrada nos EUA levantou restrições à gestão da política econômica.

Segundo Modonesi (2005), a deterioração das condições econômicas nos planos doméstico e internacional se refletiu em expressivo processo de desvalorização cambial, que aliada ao risco de desequilíbrio entre oferta e demanda agregada, em função do choque de oferta gerado pela crise no setor elétrico, elevou a expectativa inflacionária. Assim, a política monetária foi conduzida para um aumento na taxas de juros de curto prazo, promovendo o aumento da oferta de moeda estrangeira no mercado interno para evitar uma maior depreciação cambial.

Até 2001, devido a perspectivas ainda incertas em relação à resposta da economia brasileira frente às crises internacionais, houve uma crescente participação dos fundos de investimento no mercado de títulos públicos. Ao longo dos anos 90, a participação dos fundos foi ascendente, ao mesmo tempo em que a dívida se expandiu. De todo modo, ao longo de todo o período, a expansão da participação dos fundos sobre a dívida pública mostrou o apetite da indústria por esse tipo de papel.

Gráfico 2.6.3 – Aplicações em Títulos Públicos dos Investidores Institucionais



Fonte: BACEN

No ano de 2002, o processo eleitoral forneceu incertezas no quadro interno, além de uma economia mundial ainda se recuperando. Adicionalmente, denúncias de fraudes contábeis em grandes corporações internacionais introduziram elevada incerteza nos mercados financeiros, com desdobramentos sobre a formação de expectativas desfavoráveis. Desta forma, o Banco Central buscou atuar de forma a minimizar os efeitos destas incertezas sobre a economia, caracterizada por sua postura conservadora, tendo em vista o aumento na preferência por liquidez. Segundo Modenesi (2005), a taxa de câmbio sofreu ao longo do ano uma forte desvalorização, chegando ao nível de R\$3,81 em outubro daquele ano, fato que forneceu suporte pela alta da inflação, ultrapassando a meta anual praticada naquele período. Assim, as expectativas do Copom com relação à trajetória da inflação se frustraram, com o intenso repasse da desvalorização cambial para os índices de preços e a deterioração das expectativas de inflação, exacerbada pelas incertezas em relação à sucessão presidencial. Movendo-se de forma abrupta, a taxa de juros foi fixada em um patamar bem elevado.

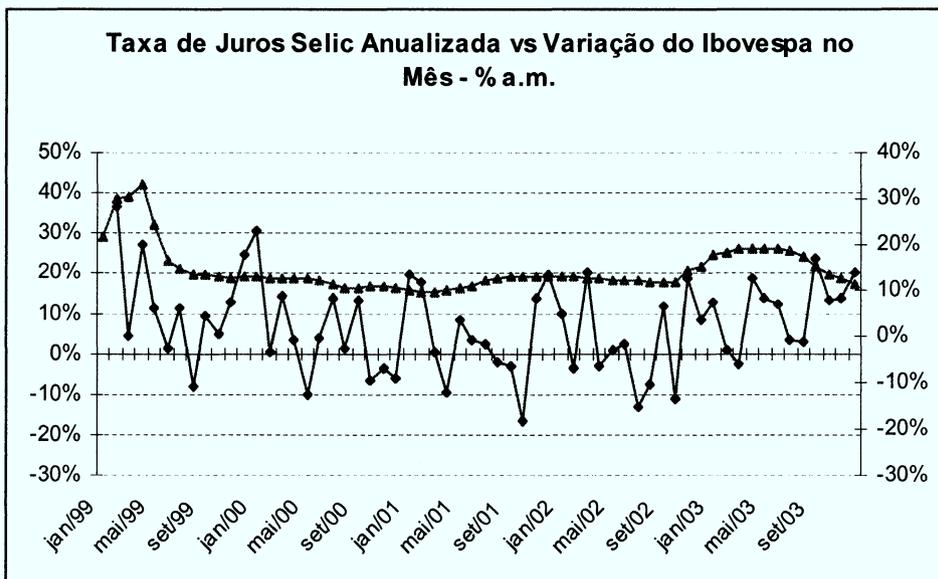
Ancorado por oscilações bruscas nas taxas de juros, episódios de crises e induções de recessões econômicas, os agentes econômicos continuaram a aplicar seus recursos em fundos de investimento relacionados à renda fixa. Mesmo com a recente adquirida estabilidade, foi possível observar que os fundos de ações se mantiveram praticamente estagnados entre os anos de 2001 e meados de 2003. Por outro lado, os fundos Multimercado, que proporciona papéis de renda fixa e variável, continuavam a ganhar espaço, subindo sua participação no patrimônio líquido da indústria de fundos de 13,24% no final de 1995 para 25,77% em dezembro de 2002.

Assim, a partir da entrada do novo século, houve uma popularização dos fundos de investimentos, onde as pessoas físicas passaram a entrar em peso nesse setor. A indústria de fundos de investimento seguiu a mudança do ambiente macro com juros menores, criando novas modalidades de fundos com carteiras mais expostas à renda variável. Um exemplo é este fundo multimercados, que aplicam seus recursos em uma gama variada de ativos, objetivando obter maior rentabilidade que os fundos de renda fixa. Mesmo com o acontecimento de diversos problemas conjunturais, os fundos de investimento demonstraram sua força na última década. Esse processo de crescente desenvolvimento, ainda que cercado de turbulências periódicas, foi conseqüência, também, das significativas modificações regulamentares implementadas pelo governo brasileiro, com o objetivo de tornar essa indústria mais transparente e segura, criando condições para a formação de novos grupos de administração de recursos ligados às instituições financeiras e a gestores independentes, aumentando a especialização no setor. O crescimento do número de empresas e dos recursos administrados e a especialização dos gestores provocaram forte competição em busca de melhores resultados, forçando os concorrentes a criarem fundos mais agressivos, e propiciaram a utilização de instrumentos financeiros modernos no processo de investimentos, que inclui a alocação de ativos, o controle de risco e a análise de desempenho.

O resultado da conta entre o rendimento real da renda fixa contra a expectativa de retorno da renda variável somado seu risco ainda era ainda visivelmente favorável a primeira alternativa. Porém, a partir de 2002, os fundos multimercados apresentavam uma parcela considerável de crescimento proporcional. Dado essa oscilação dos juros

em um patamar ainda elevado, descontado a inflação, os fundos de renda absolutamente variável não ganhavam a preferência dos investidores, voltando a ganhar espaço entre o setor de fundos somente no final do ano de 2004.

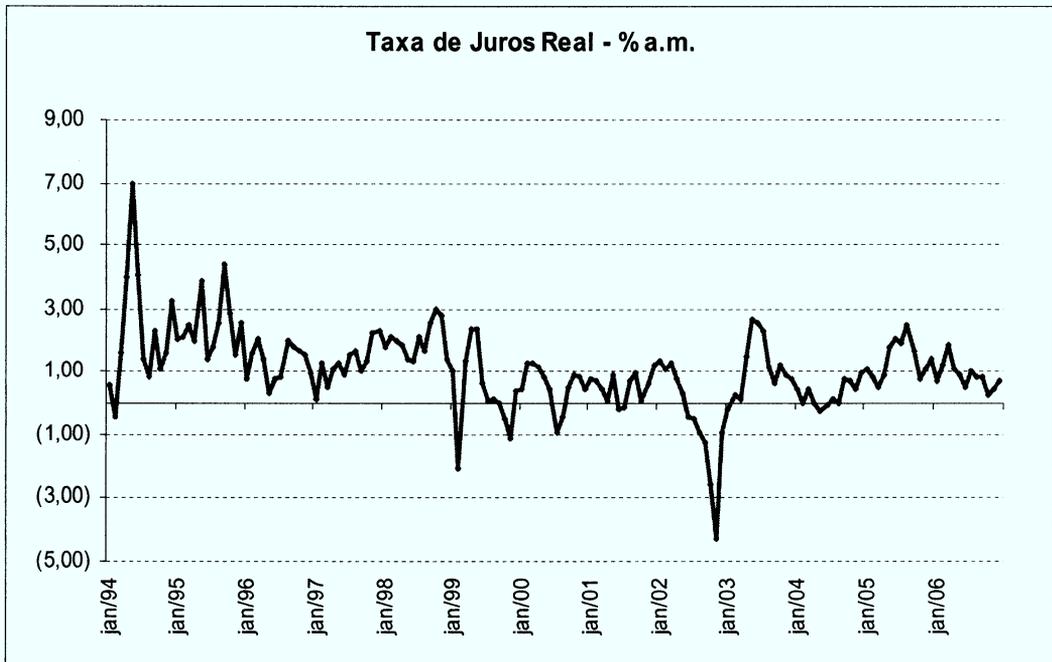
Gráfico 2.6.4 – Taxa de Juros Selic Anualizada versus Ibovespa



Fonte: CMA Series

O gráfico acima mostra a evolução da taxa SELIC e da variação do IBOVESPA. É possível identificar diferentes padrões de comportamento para as duas séries. Em primeiro lugar, durante todo o período, as oscilações no IBOVESPA foram muito superiores ao CDI, ainda que tenham, sido atenuado depois da introdução do real, um efeito da queda da inflação.

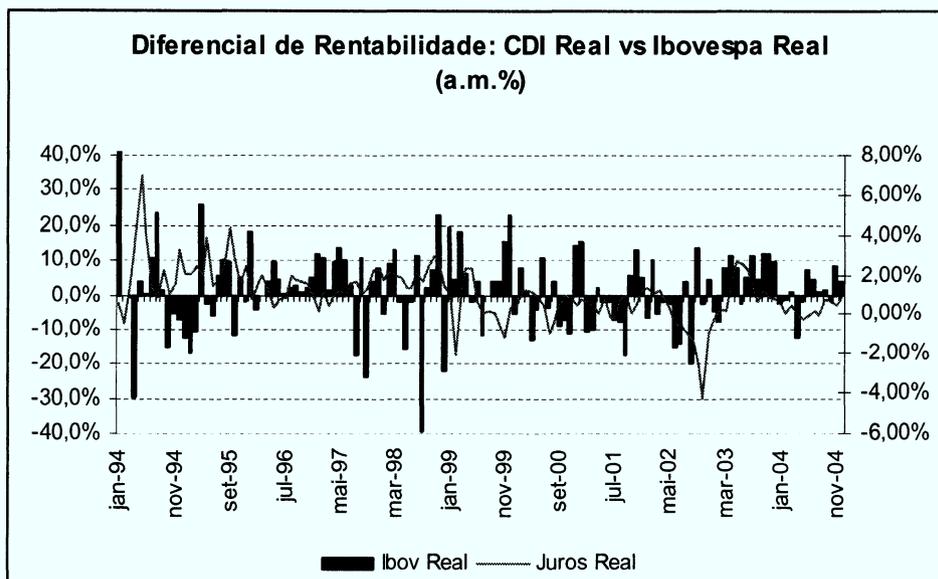
Gráfico 2.6.5 – Taxa de Juros Real Mensal



Fonte: BACEN

Em quase todo o período considerado, a renda fixa apresentou rendimento real positivo, com exceção para o período de repique inflacionário do final de 2003, mas o mesmo não se pode dizer das ações. Na verdade, durante boa parte do período considerado, o rendimento real das ações, acumulados para períodos de 12 meses, apresentou-se negativo e menor do que o CDI. Note-se, ainda, que para esse cálculo não foram levados em conta os custos de transação para operação em bolsa ao se descrever o rendimento do IBOVESPA. Ao se considerar essas despesas, seria necessário introduzir um redutor para o cálculo da rentabilidade das bolsas, prejudicando ainda mais a sua atratividade frente à renda fixa.

Gráfico 2.6.7 – Diferencial de Rentabilidade: CDI versus Ibovespa



Fonte: BACEN, Bloomberg

Em termos comparativos, detalha-se o resultado a grosso modo em termos de rentabilidade dos dois grandes grupos de fundos: fundos e ações e os fundos de renda fixa. O objetivo é compará-los com ativos de referência mais amplos, os CDBs para os primeiros e o IBOVESPA, para os fundos de ações.

No gráfico acima se compara diretamente a rentabilidade mensal dos fundos de renda fixa com a variação dos juros CDI e dos fundos de ações com a variação do IBOVESPA, ambos em valores deflacionados pelo IGP -DI do mês correspondente. Observa-se uma queda significativa na oscilação do IBOVESPA, até a crise da Ásia, em 1997. A partir de então se revela maior volatilidade dos papéis. A menor volatilidade revela a melhoria do estado de confiança dos investidores durante os primeiros anos do plano real, até o final de 1997, incluindo os investimentos em bolsa feitos por estrangeiros.

É admissível que o mercado de ações possa ter se beneficiado da estabilização e do concomitante alargamento do horizonte temporal, assim como da grande liquidez do mercado internacional. A partir disso, o comportamento dos investidores obedeceu a uma lógica de formação de portfólio, com perspectivas de mais longo prazo. A

partir da crise da Ásia, que afetou o último trimestre de 1997, a economia brasileira foi seguidamente submetida a elevações de juros para conter crises de balanço de pagamentos, tornando evidente a redução progressiva dos graus de liberdade da política econômica. As expectativas foram contaminadas pelo risco de recessões e de elevação de juros. Diante deste quadro, o mercado de ações passou a apresentar um comportamento mais errático, o que se expressa pela elevação da oscilação do IBOVESPA. Esse comportamento é amenizado a partir de metade de 1999.

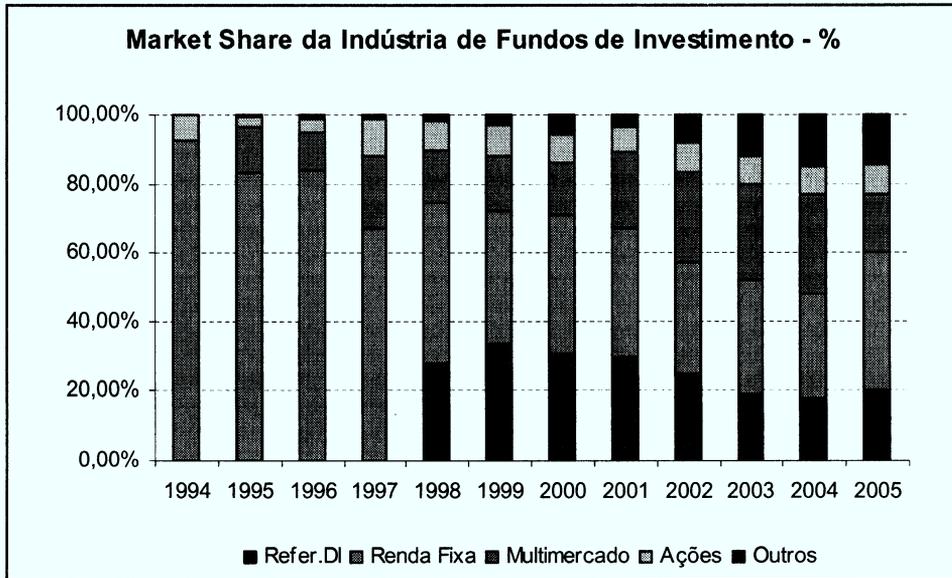
Desde a crise mexicana, existiu uma tendência dos fundos a evitar portfólios muito sensíveis ao IBOVESPA. Nesse período, os fundos passaram a incorporar ao seu portfólio maior parcela de títulos de renda-fixa, especialmente títulos públicos federais. A renda fixa funciona como colchão de amortecimento para a instabilidade das ações, revelando uma estratégia defensiva.

Por outro lado, estabelecendo-se o marco de 2002, começa-se uma transição para um cenário em que os aplicadores de recursos se sujeitam a maiores riscos, na busca por maiores retornos, dada a queda da taxa real de juros. O resultado deste processo é a crescente migração para o mercado de renda variável.

Dada essa permanência de instabilidade gerada por a ocorrência de crises internacionais que afetaram diretamente a determinação da taxa de juros nacional, é possível constatar ainda a predominância absoluta dos agentes pela aceitação dos fundos de renda fixa. Entretanto, observa-se claramente a crescente participação dos fundos multimercado que incluem aplicações de renda variável.

Ao contrário de um crescimento constante dos fundos de renda variável nos pós-2002, constata-se uma transição da indústria de fundos de investimento dentro de um cenário consolidado de redução das taxas de juros. Os fundos multimercado vão ganhando espaço dentro o setor, assim como a recente conquista de maiores volumes de aplicações em direção à renda variável.

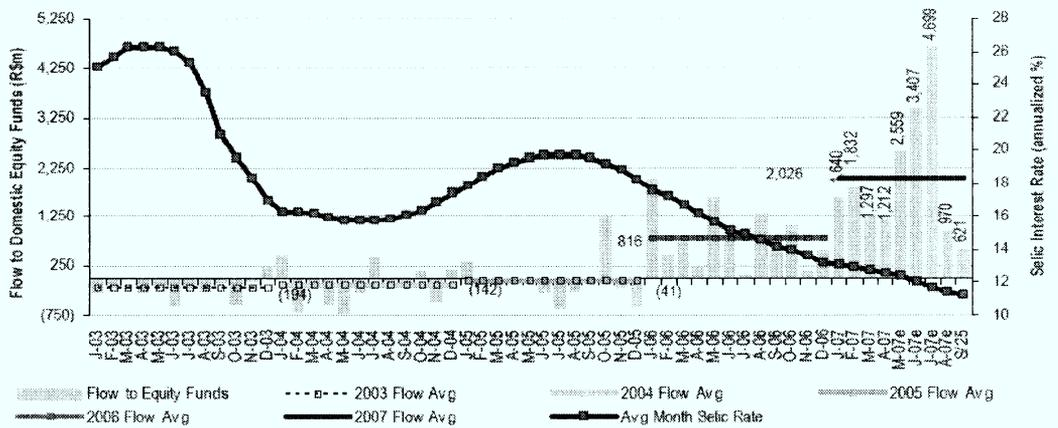
Gráfico 2.6.8 – Composição da Indústria de Fundos de Investimento



Fonte: ANBID

O gráfico a seguir defende a hipótese deste presente estudo, revelando a variação da taxa Selic versus a captação dos fundos de ações no Brasil entre 2003 a 2007.

Gráfico 2.6.9 – Selic Mensal versus Captação Líquida dos Fundos Renda Variável



Fonte: UBS Pactual

A linha azul representa a taxa média Selic do mês corrente. As barras cinzas são a quantidade de fluxo em milhões de reais que foram para a renda variável no mês em questão. Podemos observar que a partir do momento em que a taxa Selic é posicionada para baixo, ocorre um fluxo migratório de dinheiro para fundos de investimentos ligados ao mercado de renda variável.

Dessa forma, o cenário de redução de taxas de juros torna-se ainda mais relevante a partir do momento em que há uma convergência das taxas praticadas no nível internacional, atraindo com mais força o capital internacional para fundos de renda variável.

Capítulo 3

A Evolução do Perfil do Investidor Nacional, dentro de um cenário de redução de juros.

3.1 - Introdução

Neste último capítulo propõe-se identificar as transformações em que se passou no perfil do investidor nacional, com enfoque no mesmo período estudado anteriormente nos dois capítulos anteriores, início da década de 1990 até o ano de 2004. A pesquisa teve como base de desenvolvimento o perfil padrão do investidor nacional, transitando de um início estritamente conservador, ligado a perspectivas de investimento de curto-prazo, para um perfil intermediário menos avesso ao risco com um alongamento de suas expectativas de rendimento. Para alcançar tal objetivo, será identificada uma evolução no mercado de capitais brasileiro, dentro de um cenário de redução nas taxas de juros reais da economia, onde os investidores estariam mais propensos a aderir a fundos de investimentos de maiores riscos, na busca por melhores retornos.

3.2 – Mudanças no Perfil do Investidor Nacional

No início da década de 90, realizar um investimento financeiro no Brasil era sinônimo de aplicar dinheiro em um tipo de investimento chamado de overnight, operações que consistiam em emprestar dinheiro aos bancos por um dia útil e ser remunerado pelos juros equivalentes neste dia.

Pela ótica do pequeno investidor esta aplicação financeira poderia ser usada como uma ferramenta de manutenção de seu poder aquisitivo, dado às altíssimas taxas inflacionárias que corriam a rentabilidade dessa operação de curtíssimo prazo. Basicamente, essas operações consistiam em emprestar dinheiro a um banco por um dia útil e ser remunerado pelos juros equivalentes a este dia. Mesmo se considerado a existência de um rendimento diário, na realidade os correntistas tinham seu rendimento logo subtraído pela alta inflação. Dentro dessa conjuntura instável de um

ritmo veloz de alta nos preços, era difícil distinguir com clareza o conceito de juro real e de juro nominal.

Na tentativa de oferecer atrativos em meio a esta conjuntura, as instituições financeiras introduziram inovações financeiras que conferiram a ativos financeiros tradicionais, tais como cadernetas de poupança, depósitos de overnight e fundos de investimento, característica de depósitos à vista. Entretanto, essa ilusão financeira nada mais era do que uma espécie de alívio financeiro contra a inflação, que consumia os rendimentos de forma galopante.

Portanto, neste primeiro período de estudo do perfil do investidor nacional, é possível constatar a grande preferência por liquidez que dominava todos os agentes econômicos que se inseriam naquela dinâmica instável da economia nacional.

De acordo com Keynes (1936), a demanda por moeda pelos agentes econômicos se dá pelos motivos transação, motivo precaução e motivo especulação. Quanto ao motivo transação, “que pode ainda subdividir-se em motivo-renda e motivo-negócios” (Keynes, 1936: 195), refere-se às idéias clássicas da necessidade de moeda para transações correntes e para cobrir os intervalos entre pagamentos e recebimentos.

Relativamente ao motivo precaução, Keynes (1936: 196) identifica este motivo com os seguintes: “atender às contingências que exigem despesas inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas, e também conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para honrar uma obrigação ulterior estipulada em dinheiro”.

Agora, com foco na indústria de fundos de investimento, entre os motivos de Keynes pela demanda por moeda está o motivo especulação. Os volumes de moeda necessários para satisfazer os dois motivos keynesianos supracitados vêm do resultado da atividade geral do sistema econômico e do nível da renda nacional em equivalência monetária. Assim, para se estudar a fundo a influência da administração monetária de um país, em outras palavras, a determinação da taxa de juros na preferência pela liquidez dos agentes, é preciso se reter no motivo-especulação.

Desta maneira como destaca Leite (2008), o motivo especulação pode ser identificado com a atividade de tentar prever melhor do que o mercado qual será a taxa de juros no futuro com o objetivo de obter lucros por saber melhor do que o

mercado o que o futuro trará. Em resumo, os agentes na opção entre moeda e títulos do governo atuarão no sentido de escolher moeda de acordo com as suas percepções baseadas na evolução da taxa de juros. Deste modo, assume-se que o motivo especulação é o que torna a demanda por moeda sensível a variações da taxa de juros:

“a demanda por moeda para satisfazer os motivos anteriores [transação e precaução] é, em geral, insensível a qualquer influência, excetuando a ocorrência de uma alteração efetiva na atividade econômica geral e no nível da renda; ao passo que a experiência indica que a demanda por moeda agregada para satisfazer o motivo especulação comumente mostra uma resposta contínua a mudanças graduais na taxa de juros, i.e. existe uma curva contínua relacionando mudanças na demanda por moeda para satisfazer o motivo especulativo e mudanças na taxa de juros como determinadas por mudanças nos preços de títulos e débitos de várias maturidades” (Keynes, 1936: 197).

Assim, como revela Keynes (1936), uma política monetária que a opinião pública classifique como experimental em sua natureza e sujeita a mudanças pode falhar no seu objetivo de determinar o nível da taxa de juros de médio e longo prazo, por causa da incerteza que influenciará na determinação da preferência pela liquidez, que se traduzirá em detenção efetiva de moeda.

Desta forma, nesta época o investidor brasileiro concentrava seus rendimentos em títulos públicos, os quais apresentavam rentabilidade bastante elevada, com riscos e prazos menores que a média do mercado. A magnitude da aversão ao risco, dada a inflação inercial verificada na época que comprimia o poder aquisitivo, e a rentabilidade superior em renda fixa gerada pelos juros correntes, definiram a cultura defensiva do investidor brasileiro. Assim, investir no mercado financeiro era praticamente sinônimo de mercado de renda fixa, no qual se negociam títulos classificados como baixo risco, alta liquidez e rentabilidade fortemente referenciada em mecanismos de atualização monetária (rendimento nominal).

Percebe-se que após o Plano Collor II, a indústria de fiandos ganhou um grande impulso para se diversificar e expandir. As instituições foram criando novos produtos para competir por maiores mercados e para atender as necessidades dos diferentes

tipos de investidores durante as diversas conjunturas econômicas por que passou o país.

O spread entre a taxa de juros real interna e a taxa de juros no exterior fez com que investidores estrangeiros entrassem no mercado doméstico de forma vigorosa neste período, sendo possível também que as expectativas de ganhos de capitais com uma esperada valorização do real tenham realizado essa função. A euforia causada pela recente estabilização monetária alcançada no final de 1994 impulsionou também os investimentos em renda variável, mercado de ações, porém basicamente se concentrando nas mãos de investidores externos. Em outras palavras, o perfil do investidor nacional ainda não tinha encontrado incentivo forte para essa mudança na aversão ao risco.

Como forma de buscar melhorar a atratividade por fundos relacionados a renda variável pelos agentes nacionais, os bancos passaram a pesquisar, como forma de concorrência, em adotar taxas de performance para um incrementar ou mesmo substituir as taxas de administração cobrada. Esta taxa seria cobrada do cotista sempre que a rentabilidade do fundo ultrapasse um determinado nível. A taxa de performance mostraria ao cliente do banco estaria participando do risco de aplicações, juntamente com ele. Mesmo com este movimento por parte dos bancos, o resultado da conta atratividade entre renda fixa e variável ainda não se mostrava indícios de alguma alteração.

Ainda em 1994, após a implantação do Plano Real, com o fim do ganho decorrente da correção monetária, a busca de proteção para os investimentos perderam lugar para a busca de rentabilidades maiores. Isto levou a uma mudança de estratégias, alterando a captação de recursos. As cadernetas de poupança perderam depósitos, enquanto a indústria de fundos verificava uma expansão de seu patrimônio líquido.

Desta forma, a cultura nacional do investidor foi modelada a partir dos fundos de renda fixa, que teve sua origem em meio a taxas de inflação altas, que atraíam investidores voltados a aplicações de curto prazo em busca de liquidez imediata, com o objetivo central de servir como indexação, como um mecanismo de reposição de perdas inflacionárias. A consequência deste quadro foi à adoção de uma taxa média

de Depósitos Interfinanceiros de aproximadamente um dia, a CDI-over, que serviu como referência para vários produtos do mercado.

Conforme discutido em Rego (1991), o pensamento econômico infiltrado no governo brasileiro na primeira metade da década de 90 foi centrado em uma política monetária restritiva, voltada para o controle da demanda agregada. Neste sentido, os mecanismos adotados na tentativa de um controle inflacionário visavam um aperto nos meios de pagamento, tendo como principal vetor a política de juros elevados. Nesse contexto, a taxa de juros foi ganhando status de variável econômica chave. Esse ambiente econômico influenciou o principal tema de finanças, a necessidade de haver uma relação de troca (trade-off) entre risco e retorno esperado. Assim, investimentos com elevado nível de risco deverão apresentar indícios de uma justa remuneração; caso contrário, não conseguirão atrair recursos de investidores racionais, ainda avessos ao risco.

De acordo com Gitman (1999), é de se esperar que um investidor avesso ao risco selecione, entre duas alternativas de mesmo retorno esperado, aquela que apresentar o menor nível de risco ou, entre duas alternativas de mesmo nível de risco, aquela que apresentar o maior retorno esperado. A partir desse conceito financeiro, vemos que a relação entre risco e retorno da época levava os investidores a entrar no mercado de títulos públicos. Não era de se esperar o contrário, este mercado proporcionava títulos que aliavam baixo nível de risco com remuneração atrelada a taxa de juros corrente. Em outras palavras, era oferecida a maior taxa de juros nominais do mundo baseada em um título de baixo risco. Assim, os investimentos evoluíram a partir dos títulos públicos. Esses títulos financiavam os gastos do governo e funcionavam como controle da liquidez através de operações de open market.

As altas taxas de juros tornaram pouco atrativo o investimento em ações, pois o investidor tinha uma melhor relação risco e retorno com títulos de renda fixa. Até mesmo em momentos que os papéis de renda variável apresentavam alta rentabilidade, os títulos de renda fixa são compensadores devido ao menor risco. O reflexo disso foi que no Brasil a carteira de investimento das instituições financeiras e dos investidores institucionais possui mais títulos de renda fixa em relação à média mundial. Se compararmos o risco /retorno do mercado de renda fixa com a renda

variável, podemos observar uma briga desigual entre esses dois mercados, fato que travou durante décadas o desenvolvimento do mercado de renda variável. Assim, o interesse no mercado de capitais como fonte de recursos foi comprimido por falta de boas condições macroeconômicas. Economias emergentes que possuíam um mercado de capitais melhor estruturado tinham como condições uma dívida pública menor e com um melhor perfil, além de uma inflação sob controle.

Quando os níveis de inflação foram reduzidos significativamente e os preços passaram a manter uma relativa estabilidade, a rentabilidade de títulos de renda fixa tornou-se pouco atrativa, em função das baixas taxas de atualização monetária. Neste contexto, os tradicionais investidores do mercado de renda fixa, passaram a revelar um maior interesse pelo mercado de renda variável. Além do significativo aumento pela procura por fundos de investimento, alguns investidores passaram a se interessar cada vez mais por novas alternativas de atuar no mercado de renda variável. Os requisitos para atuar neste mercado exigem, além dos conhecimentos gerais sobre a dinâmica do mercado de renda variável, que o investidor assuma uma postura coerente em relação à questão risco, rentabilidade e liquidez. Isto significa dizer que o perfil do investidor nacional evoluiu nesta mudança na direção de um amadurecimento na questão de administrar uma relação adequada entre risco e retorno. Dada a maior concorrência por maiores rentabilidades, o investidor mostrar-se capaz de se arriscar mais, se aproximando de um perfil mais adaptado para um mercado de capitais mais desenvolvido.

Assim, a partir deste período pós-Plano Real e metas de inflação que se inicia uma transição no sistema financeiro nacional, em que os aplicadores buscam maiores retornos, e indubitavelmente, se expõem aos maiores riscos. Verifica-se então uma saída constante e crescente de fluxos financeiros dos fundos de investimento em renda fixa, tendo em vista a previsão de rentabilidade comparada com o mercado de renda fixa em um cenário de queda de juros e estabilidade monetária. Mesmo tendo como principal característica à incerteza sobre os retornos prometidos, isto é, a possibilidade da não realização do retorno esperado no prazo estipulado, o mercado de renda variável atraiu investidores, agora dispostos a enfrentar essa incerteza citada atrás de maior rentabilidade.

Portanto, dentro de um ambiente cuja incerteza foi levada para patamares mais positivos, no qual os agentes do sistema financeiros mantêm uma determinada confiança na capacidade da autoridade monetária, a queda da taxa básica de juros implica em queda na taxa dos depósitos interbancários (CDI). Neste sentido, o rendimento dos ativos dos fundos de investimentos que são indexados a esta taxa tiveram significativa retração. Tais rendimentos ficaram ainda menores, quando descontados impostos e taxas de serviços, como as taxas de serviços cobradas pelos administradores dos fundos. Podemos ver que em alguns casos, os rendimentos líquidos ficaram bem semelhantes aos ganhos da poupança, dado que esta é isenta de imposto de renda.

Assim como podemos ver, a decisão de investimento de qualquer indivíduo racional remete sempre à relação entre o risco e o retorno envolvido na operação. Segundo Assaf Neto (2000), “ao se tomarem decisões de investimento com base num resultado médio esperado, o desvio padrão passa a revelar o risco da operação, ou seja, a dispersão das variáveis em relação à média”. Dessa forma, o investidor procurará escolher o investimento que produza o maior retorno possível para um determinado grau de risco.

A perspectiva de alto retorno com baixo risco proporcionado pelos títulos públicos em um cenário de juros reais elevados conduziu as decisões de investimento nos últimos anos antecessores de 2002. Contudo, o cenário que se desenhou a partir da redução das taxas de juros praticadas no país retira o crowing out da economia brasileira e substitui o alto endividamento do Estado e as elevadas remunerações dos títulos federais por outras fontes de investimento.

Por causa da persistência de um cenário instável e inflacionário presente na economia brasileira até relativo sucesso do Plano Real, o volume negociado na Bolsa de Valores de São Paulo por muito tempo ficou aquém do esperado, uma vez que o mercado de renda fixa oferecia remunerações atraentes com prazos e riscos consideravelmente menores. O risco envolvido no mercado de renda variável seja por meio de fundos de investimentos como os Multimercados e de Ações, foi considerado por muito tempo pela sociedade brasileira como uma alternativa perigosa, cujos benefícios estariam concentrados apenas nas mãos dos agentes econômicos

especializados. A partir de um cenário macroeconômico estável, porém, o mercado de renda variável começa a ser uma alternativa real de investimento para grande parte dos investidores nacionais. A consequência foi um natural aumento do interesse dos investidores pelo mercado de renda variável, visando a realização de retornos mais atrativos, contudo, isto estabeleceu novos requisitos, especialmente a necessidade da mudança na disposição em relação ao risco.

De acordo com dados divulgados pela ANBID (2001), no ano de 1997, os fundos de investimento fecharam o mês de junho de 1997 com um saldo de US\$126,9 bilhões – 60% a mais do que em 1996. Na caderneta de poupança, o saldo na mesma data era de US\$75 bilhões, nos Certificados de Depósitos Bancários – CDBs – US\$71,30 bilhões, nos fundos de Ações – US\$13 bilhões contra US\$4 bilhões de dólares do ano anterior, recorde histórico, crescimento de 230%. Apesar disto ainda é pouco, pois significa apenas 11,5% do patrimônio líquido dos fundos, e nos fundos de derivativos, os de altíssimo risco – US\$2,3 bilhões contra US\$ 200 milhões do ano anterior, aproximadamente onze vezes mais; nos fundos de curto prazo, o saldo caiu de US\$21,2 bilhões para US\$8,5 bilhões, 60% de queda no primeiro semestre do ano.

A redução gradual dos juros reais brasileiros começou a trazer aos investidores uma maior concorrência na busca por maiores rendimentos. Sendo assim, observou-se uma necessidade de diversificação de investimentos imposta aos agentes econômicos brasileiros. As principais consequências, por sua vez, residem na indústria de fundos de investimento do país, responsável por ser um importante instrumento de financiamento do setor produtivo e conseqüentemente, alavancar o crescimento econômico nacional. Essa indústria concentrou-se por muito tempo nos fundos de renda fixa, dados os rendimentos já prefixados inerentes deste tipo de investimento.

No entanto, dentro de um cenário de redução de taxas de juros e estabilidade monetária, a distribuição dos recursos aos poucos começou a mudar. De maneira geral, o investidor brasileiro está se deslocando da proteção de capital para o crescimento do capital e do curto para o longo prazo, além de estar mais consciente de que o caminho à construção do futuro passa por uma nova estratégia.

Sendo assim, basta uma simples comparação com o passado para se perceber a mudança no perfil dos investidores. Segundo a Associação Nacional dos Bancos de

Investimento, em dezembro de 1996 os fundos de renda fixa representavam 83% do total da indústria de fundos de investimento, ao passo que os fundos de ações não tinham mais que 4% do total deste patrimônio. Os dados de setembro de 2007, porém, revela uma situação bem diferente. Enquanto que a participação dos fundos de renda fixa no patrimônio da indústria não passa de 34%, o percentual dos fundos ações já representa mais de 11% do total de recursos administrados nesta data. Além disso, é relevante ressaltar o crescimento dos fundos multimercados, cuja participação no total da indústria passou de 11% para 24% ao longo deste período.

Desse modo, é importante perceber que a evolução pela qual está passando o perfil do investidor nacional, com juros reais em queda, e um mercado de capitais em constante desenvolvimento.

Outra constatação da maior concorrência por melhores rendimentos, dentro de uma perspectiva de um investidor nacional menos avesso ao risco, é o aumento do peso relativo dos fundos que investem um determinado percentual de suas carteiras em ativos negociados no exterior. Para tanto, foram estabelecidos limites de acordo com a categoria de cada fundo. Dessa forma, enquanto os fundos Multimercado podem aplicar até 20% de suas carteiras no exterior, os fundos classificados como dívida externa não tem qualquer limite. Os demais, por sua vez, tem essa liberdade até o limite de 10% do total de seus recursos.

Essa mudança no perfil padrão dos investidores nacionais se centra na perda de rentabilidade das aplicações mais conservadoras, em um cenário de redução de taxas de juros, o que contribui para o desenvolvimento de novas alternativas de investimento, além de incentivar uma maior aceitação de riscos por parte dos investidores. Conclusivamente, o risco é um fator chave de atratividade e numa economia estável somente será possível obter rendimentos financeiros mais elevados, se o investidor estiver disposto a assumir riscos relativamente mais elevados.

Assim, o perfil dos investidores acompanha essa nova conjuntura, no qual a tranquilidade da renda fixa é substituída aos poucos pela inquietação à procura de melhores retornos. A exposição ao risco é ampliada ao compasso dos cortes na taxa básica de juros realizados pelo Comitê de Política Monetária. Os investidores

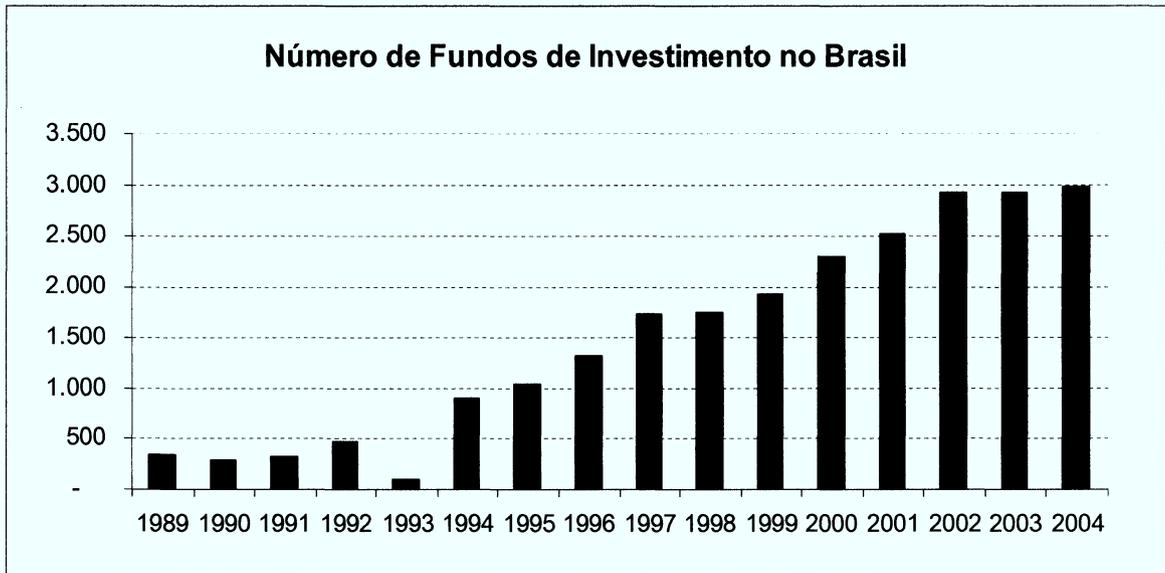
começam a enfrentar o seguinte dilema: não pode haver boa rentabilidade sem alguma associação ao risco, dentro de um cenário econômico normal.

Por outro lado, pode-se explicitar com clareza o sentimento padrão dos investidores nacionais no período de alta instabilidade e volatilidade inflacionária, de acordo com Luquet (2000). Para este autor, o perfil de risco conservador pode ser atribuído para o caso dos indivíduos que revelam o seguinte comportamento: grande desconforto em relação a coisas novas sobre as quais ainda pouco sabe ou sobre as quais possui pouco controle e dúvidas sobre a capacidade de honrar compromissos futuros assumidos. Neste contexto, a grande maioria dos investidores tinha pouco controle a respeito de seus rendimentos devido ao processo inflacionário, no qual trazia um sentimento conservador e de curto-prazo em relação as suas aplicações.

Depois de se estabilizar o ambiente monetário, o perfil padrão dos investidores vai se alterando gradativamente, a partir do momento em que estes sentem suas expectativas mais previsíveis com a realidade do mercado. Desta forma, o prazo da aplicação se torna mais incerto, e o monte disponível para aplicação permite acesso a alternativas mais agressivas na busca por maior rentabilidade, em comparação com as taxas de juros disponíveis.

Segundo Silva (2001), o perfil de risco dos investidores assume um papel relevante para as instituições financeiras determinarem uma oferta de produtos financeiros adequados. De fato, dados da ANBID de dezembro de 2004 mostram que no mercado brasileiro já se operavam mais 2.927 fundos de investimento, uma evolução consistente desde a estabilidade monetária alcançada.

Gráfico 3.2.1 – Crescimento dos Fundos de Investimento



Fonte: ANBID

Um tipo de fundo que se adaptou muito bem ao novo perfil do investidor nacional é o Multimercado. O relativo sucesso se baseia na diversificação, dentro de uma tentativa mais eficiente de se buscar o retorno adicional e ao mesmo tempo reduzir o risco. Como a diversificação combina investimentos de gestão distintas, tem-se uma carteira com o mesmo retorno médio e menor volatilidade, uma vez que nem todos os gestores terão o mesmo desempenho no mesmo período. Mas para se obter o benefício da diversificação, não basta distribuir os investimentos entre diferentes gestores. É preciso buscar diferentes estratégias de atuação, com o objetivo de superar os retornos advindos do CDI, no caso brasileiro dentro de taxas de juros mais baixas.

Aliado a essa menor aversão ao risco por parte dos investidores, é importante ressaltar o alongamento do prazo dos investimentos. De acordo com um índice desenvolvido pela ANBID que mostra o giro de recursos dos investidores, pode-se afirmar que o investidor brasileiro está cada vez mais adotando uma visão de prazo mais longo para seus investimentos. Segundo a ANBID, o cálculo do índice é simples: basta somar o total de captação com o total de resgates (em módulo) e dividir este valor pelo PL do setor.

Tabela 3.2.1 – Captação de Recursos por Fundos

Acumulado até	FUNDOS DE INVESTIMENTO				
	Captação Líquida ⁽⁴⁾		Captação Bruta ⁽⁵⁾		Índice ANBID
	Em R\$ milhões correntes	Captação como % do PL (em R\$)*	Em R\$ milhões correntes	Captação como % do PL (em R\$)*	
dez-99	28.359,51	19,30	73.973,85	50,34	69,63
dez-00	34.680,98	15,70	76.167,50	34,47	50,17
dez-01	(6.270,55)	(2,11)	47.309,07	15,92	13,81
dez-02	(63.825,14)	(18,53)	11.643,11	3,38	(15,15)
dez-03	61.540,81	17,28	159.900,63	44,91	62,19
dez-04	7.948,89	1,54	97.743,46	18,94	20,48
dez-05	20.342,00	3,31	125.478,71	20,45	23,76
dez-06	68.420,64	9,26	200.176,89	27,08	36,34
dez-07	50.429,63	5,37	218.560,60	23,27	28,64
dez-08	(53.763,79)	(4,64)	(21.174,36)	(1,83)	(6,47)
abr-09	30.780,04	2,71	82.113,08	7,22	9,93

*Comparação com PL base do ano anterior, em moeda corrente.

Fonte: ANBID

Portanto, o indicador revela que o giro de recursos dos investidores tem sido cada vez menor na indústria de fundos de investimento. Em 1999, o indicador identifica 69,63% de giro de recursos dos investidores. Já em 2004, período característico de maior estabilidade e redução nas taxas de juros reais, observa-se o indicador em 20,48%. Este comportamento é um reflexo do amadurecimento do investidor que adquiriu uma experiência que o deixa mais confortável, mesmo em momentos de oscilações mais fortes.

Dessa forma, observa-se o importante papel exercido pela indústria de fundos de investimento no Brasil, a qual pode ser considerado um importante instrumento de diversificação de investimento, responsável por viabilizar e fomentar um mercado com cada vez mais alternativas.

Segundo Robert N. Gordon (1997), fatores como estabilidade das taxas de juros, constante aumento dos preços tanto de ações como de títulos e baixos retornos da tradicional poupança, característicos de uma economia estável, foram os principais responsáveis ao aumento na proporção de indivíduos que participam do mercado de capitais. Do fim da década de oitenta até o fim da década de noventa, o número que era de um em cada cinco adultos, passou para um investidor em cada três adultos.

Isso leva-nos a crer que o turbulento passado da economia brasileira acabou afetando no sentido oposto.

Conclusões

A indústria de fundos brasileira foi, inicialmente, desenhada para buscar recursos dos poupadores, canalizá-los para o mercado primário e, desse modo, fortalecer as captações de recursos das empresas. No início dos anos 80, os fundos se adaptaram no sentido de explorar a alta das taxas nominais de juros, em meio a um cenário extremamente incerto. Enquanto os juros tornavam as ações um ativo de rentabilidade real negativa, faziam da renda fixa um negócio bastante atraente financeiramente. Explorando os limites estabelecidos pela legislação, a indústria de fundos converteu o seu perfil em direção a uma concentração nos fundos de renda fixa.

Assim, os anos oitenta testemunham o aprofundamento dos desequilíbrios macroeconômicos, período que se caracterizará pela escalada inflacionária, pela elevação dos juros, retração na atividade econômica e pela crise da dívida interna e externa. A partir de inovações financeiras, os bancos, legitimados pelo governo nacional, foram criando fundos, cuja liquidez era praticamente total, com caráter de investimento de curtos e curtíssimos prazos. Esta fase da indústria se revelou como fundos que se transformaram em ativos financeiros líquidos, voltados para o financiamento de curto prazo da dívida pública, alimentando-se da instabilidade e contribuindo com o seu aprofundamento ao consolidar a moeda indexada. Conforme foram adotados planos de combate à inflação no final da década de 80 e início de 90, foram se estabelecendo regras para alongar os prazos dos investimentos para ativos de longo prazo, ao mesmo tempo, estabelecendo uma tentativa, por parte do governo, de desmontar os mecanismos que induziam à preferência pela liquidez, através do encarecimento do posicionamento financeiro no curto prazo. Não obstante o fato de que a partir daí a indústria encontrou uma trajetória de crescimento, entretanto a experiência de alongamento promovido na indústria de fundos não foi bem sucedida em termos contenção da endogeneidade do estoque de moeda. Duas causas concorreram para esse desfecho. A primeira é que as alternativas tradicionais de aplicação financeira, a despeito do fim das aplicações de overnight, continuaram bastante líquidas e com rendimentos indexados. A segunda é que as inovações financeiras na própria indústria de fundos provocaram o aparecimento de

novas aplicações também bastante rentáveis e líquidas. Assim, a despeito da proibição de operações de overnight para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, o leque de opções extremamente rentáveis e de curto prazo, em um ambiente econômico incerto e inflacionário, manteve acesa a chama da moeda endógena.

A instabilidade da economia internacional, o alto endividamento interno e externo brasileiro, em um contexto de mobilidade de capitais, além da preocupação com os efeitos do crescimento da demanda agregada sobre a inflação, induziram o governo a lançar mãos da elevação dos juros básicos para estabilizar a economia. Se essa política tornou atraente a aquisição de dívida pública, removeu o interesse no mercado de ações na época, que reagiu na forma do aumento da volatilidade e queda do retorno médio. Contudo, ainda que os fundos tenham carregado mais ações em seus portfólios em momentos de maior estabilidade, mostrando seu potencial para fortalecer o mercado de capitais, a repetição de episódios de instabilidade empurrou crescentemente os fundos na direção da dívida pública. As incertezas pelas quais a economia brasileira atravessou estavam associadas diretamente a uma resposta por parte do Banco Central em elevar as taxas de juros reais. Ao mesmo tempo em que as perspectivas de crescimento não se solidificam e não inspiram otimismo com respeito às empresas e suas ações, a gestão da dívida pública brasileira, que criou papéis protegidos de vários riscos e remunerados com juros reais elevados. Esse quadro permite aos fundos financeiros a realização de operações compromissadas, a manutenção de um portfólio líquido, indexado às variáveis sujeitas aos choques e, ainda assim, se manterem como alternativas atraentes e de melhor desempenho do que os fundos voltados para o mercado de renda variável.

Desta forma, o controle dos agregados monetários como instrumento de política monetária foi abandonado e substituído pela taxa de juros de curto prazo. Houve a criação do banco central mais independente, configurados como autoridades monetárias com objetivos plenamente definidos e difundidos. O regime monetário adotado pelo Banco Central do Brasil foi o uso de metas para a inflação que entrou em vigor a partir de junho de 1999, em meio a um cenário de altíssima inflação e forte desvalorização do Real. Segundo Carvalho (2007), o regime de metas de inflação tem como característica o reconhecimento explícito de que o objetivo da política monetária é a manutenção de uma

taxa de inflação baixa e estável. Para que o objetivo seja atingido é anunciada uma meta inflacionária a ser alcançada em um horizonte temporal.

Quando o cenário econômico encontra-se estável, com a inflação dentro das expectativas, a política monetária tende a ser flexibilizada, através da redução da taxa básica de juros. A trajetória da taxa Selic entre os anos de 1999 e 2007 apresentou, de forma geral, grande redução, verificada de forma mais expressiva nos dois últimos anos da série. Esta redução e suas eventuais alterações de tendência foram diretamente influenciadas pelo cenário interno e externo da economia, que respaldou as decisões do Copom. De forma geral, atualmente o Banco Central atua de forma a perseguir a meta de inflação estabelecida, manipulando a taxa básica de juros da economia, mesmo que isso prejudicasse o desempenho econômico do país (Cintra, 2005).

Foi possível constatar que a conjuntura externa ainda exerce forte influência sobre o cenário econômico brasileiro, sendo que em anos onde a economia internacional apresentou desempenho positivo, a economia nacional seguiu a mesma tendência e em anos onde as turbulências externas foram expressivas, verificou-se grande instabilidade na economia brasileira, com aumento da inflação e conseqüentes elevações na taxa Selic.

Diante de um cenário de redução das taxas de juros, o rendimento de títulos atrelados a esta taxa também é reduzido, o que aumenta a demanda por tipos de fundos de investimento ligados a renda variável, como por exemplo os Fundos Multimercados. Além disso, reduções na taxa básica de juros tendem a sinalizar maior estabilidade econômica, estimulando investimentos que possuam uma melhor relação entre risco e retorno. Observando os dados de uma desconcentração do setor de fundos de investimento na renda fixa, é possível concluir que, de fato, o cenário de redução das taxas de juros e a estabilidade financeira tendem a estimular este mercado.

Referências Bibliográficas

Banco Central, Relatório – Brasil – Programa Econômico, volumes 21 e 25.

Barros de Castro, Antônio (1991). *O Plano como Resposta e Trégua*. In: Faro (org.), Plano Collor: Avaliação e Perspectivas. Revista Brasileira de Economia

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, Desafios e Oportunidades para o mercado de capitais brasileiro – MB Associados, 2008.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, O Mercado de Capitais Brasileiro frente aos Desafios impostos pelas negociações internacionais em serviços financeiros – MB Associados, 2008.

Carneiro, Ricardo & Buainais, Antonio Márcio, O Retorno da Ortodoxia, Bienal/Unicamp, 1989.

Chung, Fábila Guilhon, Expansão do Mercado de Capitais se Consolida em 2006, ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 2007.

Costa, Fernando Nogueira, Ensaio de Economia Monetária, Marco 1992.

Costa, Fernando Nogueira, Economia Monetária e Financeira – Uma Abordagem Pluralista, São Paulo, 1999.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários, VIII Concurso de Monografia – Utilização do Mercado de Capitais para remuneração e consolidação da poupança, frente ao cenário de redução de taxas de juros, 2006.

Dreizzen, J. O Conceito de Fragilidade Financeira num Contexto Inflacionário. RJ, Prêmio BNDES, 1985.

Faoro, Clóvis de, A Economia Pós-Collor II. Rio de Janeiro, Maio de 1991.

Figueiredo, Vivian Maria de, Um Ano Difícil para o Mercado de Capitais, ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 2007.

Fortuna, E. (2001), Mercado Financeiro – produtos e serviços, Editora Qualitymark, 14a. Edição, Rio de Janeiro.

Gitman, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*, 1999.

Leite, Fabrício Pitombo, *Da demanda por moeda à preferência pela liquidez: uma interpretação pós-keynesiana*, 2008.

Macahyba, Luiz, *Série histórica sobre evolução dos juros no Brasil*, ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 2006.

Madi, Maria Alejandra C., *Política Monetária no Brasil: Uma Interpretação Pós-keynesiana*. Tese apresentada ao Instituto de Econômica da Unicamp, Campinas, 1993.

Madi, Maria Alejandra C & Meleti, Patrícia Magaldi S., *Tendências Estruturais dos Bancos Privados no Brasil: Dinâmica da Relação Bancos e Empresas Não-Financeiras, 1990 a 1994 – FUNDAP*, 1995.

Mendonça de Barros, Luiz Carlos, *A Moeda Indexada*. São Paulo, 1990.

Oliveira, Fabrício ^a & Biasoto Jr, Geraldo, *A Política Econômico no Limiar da Hiperinflação*, São Paulo, Campinas, 1990, HUCITEC/FECAMP.

Olympio, José, *O Real e o Futuro da Economia – Fórum Nacional os Grandes Desafios do Novo Governo*, Rio de Janeiro, 1995.

Rego, Elba Cristina Lima, *A Operacionalidade da Política Monetária no Contexto da Moeda Indexada, 1985/1990*, Dissertação de Mestrado, Unicamp, Campinas, 1991.

Sampaio, Paulo Eduardo de Souza, *Transparência e liquidez no mercado brasileiro de títulos de renda fixa*, ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 2007.

Zibecchi, Ezequiel, *O Desenvolvimento da Indústria de Fundos no Brasil*, IE/UFRJ, monografia, Rio de Janeiro, 1998.