



CEPAL

LC/BRS/R.143  
Novembro de 2003  
Original: português

---

CEPAL  
COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE  
ESCRITÓRIO NO BRASIL

Fundos Mútuos de Investimentos no Brasil  
A expansão da indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro

*Antonio José Alves Júnior*

**Fundos Mútuos de Investimentos no Brasil**  
A expansão da indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro.

**INTRODUÇÃO** .....1

**CAPÍTULO I**

**A FORMAÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL: DA REFORMA DO MERCADO DE CAPITAIS À DIFUSÃO DAS QUASE-MOEDAS**

1.	Introdução.....	8
2.	Antecedentes à Reforma do Sistema Financeiro no Brasil.....	9
3.	A Reforma 64-66 e o Papel do Setor Financeiro privado.....	11
4.	Fundos Mútuos e os Mercados de Capitais.....	15
5.	Comportamento dos Fundos 157 e Mútuos .....	22
6.	Desenvolvimento do <i>Open Market</i> e o Nascimento dos Fundos de Renda Fixa no Brasil .....	32
7.	Conclusões .....	40

**CAPÍTULO II**

**EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL NOS ANOS 90**

1.	Introdução .....	42
2.	A primeira reforma da indústria de fundos .....	44
3.	Desindexação e Aprofundamento do Ajuste Fiscal .....	45
4.	O Real e a Indústria de Fundos .....	55
5.	A Reforma da Indústria de Fundos de 1995 .....	56
6.	Sumário .....	68

**CAPÍTULO III**  
**EFICIÊNCIA MICROECONÔMICA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL**

1.	Introdução .....	69
2.	A demanda Recente por fundos de investimento no Brasil .....	70
3.	Sumário .....	91

**CAPÍTULO IV**

**EFICIÊNCIA MACROECONÔMICA E A EVOLUÇÃO RECENTE DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL**

1.	Introdução .....	110
2.	Postura Financeira dos Fundos de Investimento no Ciclo Econômico .....	113
3.	A contribuição Macroeconômica da Indústria de Fundos de Investimento desde a introdução do Real .....	115
4.	Sumário .....	122
5.	O comportamento dos fundos de investimento no Período 1994-2002 e a Disponibilidade de Recursos para o investimento .....	130
6.	Conclusões .....	140

**CAPÍTULO V**  
**SUMÁRIO E PRINCIPAIS CONCLUSÕES**

1.	Evolução da Indústria .....	144
2.	Eficiência Micro e Macroeconômica .....	147
3.	Regulação .....	149

**BIBLIOGRAFIA**

# Fundos Mútuos de Investimentos no Brasil

## A expansão da indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro.

### INTRODUÇÃO

Um fundo de investimento é constituído pela reunião, em regime de condomínio, de recursos de poupadores para aplicação no mercado financeiro por administradores profissionais. Cada investidor deterá um número de cotas do fundo de investimento proporcional ao montante de recursos aplicados. O sucesso de um fundo será uma função da capacidade de capturar economias e oferecer aos quotistas resultados, em termos da valorização e liquidez de suas cotas, que estes considerem superiores aos que poderiam obter como investidores individuais.

A existência de economias decorrentes da maior escala de transações dos fundos é a justificativa teórica para a sua existência<sup>1</sup>. Ela permitiria a minimização dos custos de transação e dos efeitos das assimetrias de informação (Dewatripont e Tirole, 1994; Freixas e Rochet, 1997; Bhattacharya e Thakor, 1993; Santomero, 1984), além da maior eficiência na gestão e negociação de riscos e da economia de custos de participação (Allen e Santomero, 1997).

Formalmente, os investidores institucionais não são considerados instituições financeiras, uma vez que não praticam a intermediação de recursos, ainda que sejam administrados por instituições financeiras, na maioria dos casos. São entidades prontas para aplicar recursos dos poupadores. Entretanto, a justificativa para a existência de fundos de investimentos também se aplica aos demais intermediários financeiros. Nos últimos 30 anos, contudo, a indústria de fundos mútuos de investimento, ao lado dos fundos de pensão e das companhias de seguro, que compõem o conjunto dos investidores institucionais, tem se expandido mais rapidamente do que bancos e demais instituições depositárias. Quais seriam, então, os elementos de vantagem frente aos demais intermediários financeiros que explicariam essas trajetórias recentes?

Uma das teses que explica a ascensão dos investidores institucionais refere-se a características do processo de globalização financeira. A crescente liberalização tem promovido a expansão dos mercados de capitais, ainda que em ritmos diferentes, entre as economias em todo o mundo<sup>2</sup>. Uma vez que os mercados de capitais permitem maiores ganhos em momentos de crescimento ou de valorização de ativos financeiros, há uma tendência do público a converter seus depósitos e aplicá-los com uma perspectiva de portfólio<sup>3</sup>. Em consequência, observa-se a perda de importância das operações de crédito bancário<sup>4</sup> e dos depósitos, ao lado do crescimento da participação dos títulos e ações nas

---

<sup>1</sup> A expansão dos fundos de investimento é consistente com a tendência de longo prazo de declínio da propriedade individual de ações e títulos corporativos, verificada por Allen e Santomero (1997).

<sup>2</sup> A respeito das inovações recentes no sistema financeiro internacional, ver IMF (1994); BIS (1986); Franklin (1993); Cardim de Carvalho (1998: 71 – 102); Cardim de Carvalho e Alves Jr. (1999); Studart (1998: 103 – 124); Ferreira, Freitas e Schwartz (1998: 13 – 144).

<sup>3</sup> Allen & Santomero (1997 e 2001) chamam essa tese de teoria dinâmica da intermediação e a utilizam para mostrar não somente a ascensão dos investidores institucionais, mas também as transformações dos bancos no sentido de administrar investidores institucionais para que pudessem sobreviver.

<sup>4</sup> Scholtens & van Wensveen (1999) mostram que, na verdade, essa é uma tendência verificável nos Estados Unidos desde a década de 1920, não sendo então um fenômeno novo. A impressão de novidade se deve a uma retomada após uma interrupção durante o período que se inicia no pós II Grande Guerra Mundial e vai até meados dos anos 70, quando retoma seu fôlego.

carteiras dos intermediários financeiros. Esse ambiente favorece a aparição ou a ascensão dos investidores institucionais<sup>5</sup>.

Dentre os investidores institucionais, destaca-se, aqui, os fundos de investimento. De acordo com o *Investment Company Institute* (ICI)<sup>6</sup>, entre 1990 e 2000, o volume de recursos investidos em fundos mútuos de investimento, em todo o mundo e nos Estados Unidos, passou da casa dos US\$ 2,3 trilhões e US\$ 1,0 trilhão, respectivamente, para a marca de US\$ 11,9 trilhões e US\$ 6,4 trilhões, respectivamente. Em termos de participação do PIB (taxas de câmbio correntes), em 1990, o total de ativos gerenciados pelos fundos mútuos equivalia a 10,2% do PIB mundial. Em 2000, esse número chegou a 35,2% do PIB, o que expressa a velocidade de expansão e importância dos fundos mútuos como *player* nos sistemas financeiros em todo mundo.

A expansão dos fundos de investimento deu-se mais intensamente nos Estados Unidos<sup>7</sup>, estando associada à busca de oportunidades lucrativas derivadas das restrições regulatórias sobre as instituições financeiras em um contexto de expansão dos mercados de capitais. Nos anos sessenta, os bancos, devido a regulação Q, tinham de obedecer a limites máximos quanto aos juros empregados para remunerar os poupadores. A idéia, por detrás dessa regulamentação, era conter a competição entre bancos através da elevação dos juros dos depósitos, ao lado da redução dos juros dos empréstimos, uma tendência considerada ameaçadora à saúde do sistema bancário. Temia-se que a redução da margem de lucro dos bancos pudesse fragilizá-los, deixando o sistema bancário vulnerável choques<sup>8</sup>.

Com a recuperação da economia americana, desde o fim da Segunda Grande Guerra, e tendo em vista o crescimento dos mercados de capitais nos anos sessenta, os fundos de investimento, que existiam desde os anos 20, defrontaram-se com uma grande oportunidade de crescimento. Por não serem considerados instituições financeiras, estavam livres das amarras da regulação “Q”, o que lhes permitia dar aos cotistas uma remuneração próxima às taxas de juros de atacado e/ou próximas às obteníveis nos mercados de capitais, o que propiciava rendimentos superiores à remuneração dos depósitos bancários. Contudo, a expansão dos fundos, nesse período, ainda que não desprezível não foi muito significativa. Em 1960, os montantes aplicados no conjunto dos fundos equivalia a US\$ 17 bilhões de dólares, ou a cerca de 7,7% do total de depósitos junto à instituições depositárias, enquanto em 1970 esse montante equivalia a US\$ 47,6 bilhões, ou a aproximadamente 10% dos depósitos.

Depois de um período de relativo marasmo, no final dos anos 70, dois fatos conjugados vão explicar a trajetória ascendente dos fundos mútuos de investimento. O primeiro, a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos e a crescente instabilidade das bolsas de valores. O segundo, a introdução dos fundos do mercado monetário (*money market funds*), desde o início dos anos 70. A demanda por valores líquidos em período de

<sup>5</sup> O declínio das receitas com operações de crédito frente às receitas com serviços financeiros é um indicador apresentado por Allen e Santomero (2001) para demonstrar a mudança da natureza da atividade dos próprios bancos.

<sup>6</sup> Investment Company Institute, Mutual Fund Factbook, 1996 e 2002.

<sup>7</sup> No final do ano de 2002, o total das carteiras dos fundos de investimento, pela taxa de câmbio corrente, equivalia à US\$ 11.220 bilhões, dos quais US\$ 6.391 eram direitos de fundos americanos. A França colocava-se como a segunda maior indústria nacional de fundos, com ativos estimados em US\$ 845 bilhões, seguida por Luxemburgo (US\$ 803 bilhões), Itália (US\$ 378 bilhões) e Austrália (US\$ 356 bilhões). O Brasil viria na 13ª colocação, com US\$ 96 bilhões de dólares. ICI (2003, p.100).

<sup>8</sup> A redução das margens tornaria os bancos vulneráveis a choques de juros, ao mesmo tempo em que poderia induzi-los a expandir a alavancagem para aumentar a lucratividade, aumentando o risco de insolvência. Para uma descrição mais pormenorizada, ver FDIC, 1998.

incerteza, a elevação dos juros no final da década e o risco percebido nas operações com ações estimularam os investimentos em fundos, ainda que a custo da perda de espaço dos tradicionais fundos de ações em benefício da emergência dos novos fundos de investimento que aplicavam em títulos de curto prazo. Em 1983, a indústria de fundos de investimento refletindo esses fatores alcançava a marca de US\$ 292 bilhões, ou 19% do total de depósitos. Desse montante, US\$ 179 bilhões correspondiam aos fundos do mercado monetário.

A recuperação da economia americana nos anos 90 foi acompanhada da aceleração do ritmo de expansão da indústria de fundos. Os fundos de ações retomaram seu posto como principal modalidade de fundo de investimento, impulsionados pelo aumento do volume de investimentos nas bolsas, mas passaram a dividir o espaço com os fundos do mercado monetário. No final do ano de 2002, a indústria de fundos de investimento alcançou o volume de US\$ 6.391,6 bilhões, ou o equivalente a 158% do total de depósitos<sup>9</sup>.

A expansão dos fundos mútuos no caso americano - brevemente descrita acima - pode ser enquadrada como uma seqüência de inovações financeiras de origem privada, associadas às possibilidades de exploração de oportunidades de mercado. Essa seqüência de inovações deu aos fundos mútuos de investimento uma dimensão jamais vista, o que impõe uma série de perguntas a respeito do significado dessa atividade para a economia.

Dados do Mutual Fund Fact Book, de 2003, mostram que a indústria de fundos de investimento aplicava, aproximadamente, 1/3 do valor total das carteiras em ações, detendo, ao final de 2002, aproximadamente 20% do valor das empresas americanas com ações negociadas. Desse modo, os fundos são um dos maiores responsáveis pela colocação de ações. Além da sua importância no mercado de capitais, do total dos títulos públicos federais americanos mantidos em poder de agentes privados e residentes (US\$ 1.800 bilhões), a parte dos fundos mútuos equivalia à US\$ 273 bilhões, ou cerca de 1/6 do total<sup>10</sup>. Esses dados não deixam dúvidas quanto ao seu significado para o *funding* nos Estados Unidos. Assim, ao mesmo tempo em que sua presença e crescimento favorece a expansão do mercado de capitais e do financiamento de longo prazo, os fundos de investimento se constituem em uma preocupação para a estabilidade financeira. Além disso, segundo Saunders (2000), os fundos americanos, hoje em dia, encontram-se em vias de se tornar o principal repositório da poupança americana.

A importância dos fundos de investimento nos Estados Unidos traz, ainda, algumas indagações no tocante ao seu impacto sobre a definição do conceito de agregado monetário relevante para a política monetária. Os fundos de renda-fixa que, em 1980, equivaliam aos montantes aplicados em depósitos à prazo e caderneta de poupança, em 1997 registravam valores cerca de 30% superiores. Os *money market funds (MMF)*, que são fundos de curtíssimo prazo, já em 1997 equivaliam a 140% dos depósitos à vista. Tais ativos embutem um risco maior do que ativos tradicionais para os poupadores e vêm crescentemente cumprindo funções de moeda<sup>11</sup>. Os efeitos da política monetária sobre os MMF e as conseqüências disso para o sucesso na obtenção dos objetivos de política ainda são controversos.

<sup>9</sup> Os dados são provenientes do Mutual Funds Fact Book, 2003, editado pelo Investment Company Institute; e do Historical Banking Data, publicado pelo FDIC.

<sup>10</sup> Federal Reserve Board of Governors, Flow of Fund Table L. 29.

<sup>11</sup> Santomero e Hoffman (1998), por exemplo, apontam para a existência de famílias de fundos mútuos que permitem que os salários sejam depositados diretamente nos fundos e que sejam sacados através de cheques ou, 24 horas por dia, por telefone.

Os impactos das decisões dos fundos de investimentos americanos extrapolam seu próprio território, gerando efeitos para países emergentes. Com a globalização, cresceu o volume de papéis soberanos e de empresas nas mãos dos fundos de investimento americanos. Tendo em vista que os mercados emergentes são significativamente menores do que o mercado americano, uma recomposição de portfólio, determinada, por exemplo, por mudanças nas taxas de juros americanas, pode ser transmitida internacionalmente de modo mais direto, dando início a situações expansão acelerada ou de crise<sup>12</sup>.

No Brasil, as questões envolvendo os fundos de investimento e o seu papel no desenvolvimento econômico vêm, há muito, ganhando importância e atenção. Diferentemente dos Estados Unidos, a origem dos fundos de investimento foi fruto direto da política econômica. Seu desenvolvimento inicial esteve associado à iniciativa regulatória. Depois de um tímido início, no final dos anos 50, a indústria de fundos recebeu um grande impulso nos anos sessenta, com a reforma do sistema financeiro. A reforma, cujo cerne encontra-se no período que vai de 1964 até 1966, e vai se desdobrar nos anos posteriores através de resoluções do Banco Central e de Decretos-Lei, visava à constituição de um sistema financeiro capaz de ampliar a oferta privada de recursos financeiros a longo prazo, apoiado tanto em operações de crédito como e nos mercados de capitais.

Vários incentivos foram concedidos para a formação de poupança financeira visando o fortalecimento das bolsas de valores. Dentre eles, o abatimento no imposto de renda a pagar associado aos recursos aplicados nas bolsas e nos fundos mútuos desempenhou papel expressivo. O experimento mais interessante, por ser original, se deu através de uma inovação regulatória, em 1967. A partir do Decreto-Lei nº 157 criaram-se os Fundos Fiscais ou, como popularmente chamados, os Fundos 157. Por meio dessa lei, o governo brasileiro renunciaria a uma fração do imposto de renda devido por pessoas jurídicas e físicas para que fosse investido nos fundos geridos por instituições privadas. Por sua vez, os Fundos 157 aplicariam os montantes arrecadados em ações e debêntures conversíveis de companhias abertas. Os Fundos 157, como ficaram conhecidos, passaram a comandar o segmento de fundos, depois da crise da bolsa, em 1971, e desempenharam um papel de liderança entre os investidores institucionais nos mercados de capitais, sendo, possivelmente, responsáveis pela amenização da instabilidade do mercado secundário.

De lá pra cá, a indústria de fundos de investimento no Brasil sofreu algumas transformações regulatórias e apresentou um crescimento estrondoso, ultrapassando, assim como em outros países, formas mais populares de poupança financeira. Tal crescimento, impulsionado pela criação dos fundos de renda fixa, ainda nos anos 80, deixou para trás a Caderneta de Poupança, em agosto de 1994, os Títulos Privados, dentre os quais encontram-se os CDBs, em março de 1996, e os dois agregados somados, em novembro de 1998. A trajetória dos fundos sofreu um revés no ano de 2002, devido às turbulências pelas quais passou a economia brasileira e pela introdução da marcação a mercado como método para a avaliação das carteiras. Contudo, nos primeiros meses de 2003, já se apresentava novamente em expansão, recuperando o terreno perdido. Essa trajetória de expansão vai ser objeto dos dois primeiros capítulos.

O Capítulo 1 dedica-se a formação da indústria de fundos de investimentos no Brasil, cobrindo o período que vai da reforma financeira dos anos sessenta até o ano de 1991, um marco para a nova indústria de fundos de investimento. Procura-se demonstrar que a indústria de fundos brasileira, que nasce com a função de fortalecer o mercado de capitais, especialmente com a criação dos Fundos 157, enfrenta dificuldades para cumprir

---

<sup>12</sup> A esse respeito, ver o interessante artigo publicado em *The Banker*, "The Bottom Line", April, 1994, p.88.

seu objetivo. O acidente de percurso sofrido por uma indústria promissora, a crise especulativa de 1971 nas bolsas, foi sucedida pelo choque do petróleo, em 1974. A persistência dos desequilíbrios macroeconômicos, daí por diante, e as políticas econômicas para enfrentá-los vão dificultar a recuperação do mercado de ações e lançam a indústria de fundos numa trajetória decadente. Essa trajetória é interrompida com o aparecimento dos fundos de renda fixa, na década de 80, coincidindo com a atuação do Banco Central no combate a inflação através da gestão da dívida. A evolução desses fundos ao lado da institucionalização da moeda indexada, vai transformá-los em agregados monetários, ou quase-moedas, graças ao seu atributo de liquidez. É dessa forma que a indústria de fundos de investimento no Brasil, criada com objetivos voltados para o longo prazo, sofre uma forte torção, voltando-se para ganhos de curto prazo. Em consequência, enquanto suas cotas transformaram-se em quase-moedas, contribuindo para a endogenização da oferta monetária, dificulta-se o exercício das políticas fiscal e monetária.

O desenvolvimento da indústria a partir das reformas dos anos 90 vai ser o objeto do capítulo 2. A reforma de 1991 com o Plano Collor II, a menos de um ano do alongamento compulsório dos ativos financeiros colocado em prática pelo mesmo governo, por meio do Plano Collor I, é um primeiro ato para, através de uma transformação institucional, reverter o processo de endogenização da oferta monetária. Implicava a recuperação da capacidade do Banco Central controlar os agregados monetários e o desenvolvimento de um canal para o financiamento em prazos mais longos, da dívida pública e do gasto privado. Contudo, a própria diversificação da indústria de fundos de investimento no sentido da exploração de vantagens de curto prazo, juntamente com a coexistência da indústria com alternativas líquidas e protegidas da inflação, vai reintroduzir o problema da endogeneidade do estoque de moeda e as dificuldades com esses estoques enfrentados pela política monetária.

A segunda parte do capítulo refere-se a uma novidade - em termos macroeconômicos - que vai modificar os parâmetros de cálculo econômico no Brasil: a estabilização de preços. A partir daí, a economia brasileira em geral, e a indústria de fundos, em particular, vai se deparar com dois caminhos que se alternam de acordo com as perspectivas macroeconômicas, ainda que um pareça cada vez mais dominante e deixando seqüelas para que se retome o outro. Ora as oportunidades de desenvolvimento de alternativas de longo prazo comandam as tendências, ainda que cada vez por menor tempo; ora são os apelos para a manutenção de ativos líquidos que determinam a lógica do sistema financeiro.

Com a estabilização dos preços conseguida a partir da reforma monetária que introduziu o real, ampliam-se os horizontes temporais para aplicações financeiras. Nesse caso, o desafio dos fundos de investimento seria adaptar suas estruturas de modo a conviver com oportunidades de financiamento do investimento e da dívida pública a longo prazo. Contudo, o modelo de estabilização, inicialmente com âncora cambial e, posteriormente, com flutuação cambial, ambos convivendo com a liberdade de movimentos de capitais, produziria um efeito colateral quase necessário: a fragilidade financeira externa. A fragilidade financeira externa, por sua vez, foi e vem sendo contrabalançada pelo governo com juros elevados e com a indexação da dívida pública, colapsando no processo já conhecido dos brasileiros de financeirização da dívida pública. Esses dois efeitos - que parecem se alimentar um do outro - fazem com que os benefícios da estabilização em termos das perspectivas de longo prazo sejam dominados pela preferência pela liquidez e pelas oportunidades de ganhos de curto prazo. Ao menos, é isso que parece se refletir na indústria de fundos com o predomínio dos fundos de renda fixa.

A evolução da indústria de fundos na última década e sua eficiência microeconômica e macroeconômica constituem as preocupações dos últimos dois capítulos. O capítulo 3 explora aspectos ligados à eficiência microeconômica da indústria de fundos.

Segundo a HEM, os preços dos ativos financeiros deveriam refletir toda a informação disponível sobre eles (Fama, 1970). Em consequência, em um ambiente perfeitamente competitivo, com liberdade para diversificação e em que as oportunidades de arbitragem pudessem ser exploradas, seria impossível a obtenção de retornos, ajustados ao risco, maiores do que a taxa de juros de ativos sem risco. Ao longo do tempo, retornos superiores a esses seriam aleatórios.

Em geral, estudos sobre a indústria de fundos se dedicaram a testar a hipótese dos mercados eficientes (HEM), buscando evidências de persistência de performance, em que alguns gestores regularmente superam os demais; e do sucesso dos fundos ativos, isto é, fundos que procuravam superar regularmente os retornos da carteira de mercado. Curiosamente, é a existência de imperfeições do mercado financeiro a justificativa para a existência de fundos de investimento, que aproveitariam economias da aplicação coletiva para superar as desvantagens enfrentadas por investidores isolados.

Discute-se, então, que elementos explicariam o crescimento da indústria de fundos, no Brasil, na última década. O crescimento das aplicações em cotas de fundos de investimento estaria associado às características das preferências do público por risco e retorno ou poderiam ser justificadas por sua superioridade frente a outras formas mais acessíveis de aplicação financeira? Trata-se de um fenômeno de oportunidade de diversificação ou decorrente das imperfeições de mercado?

O segundo aspecto se refere aos fatores que contribuíram para a formação da estrutura de oferta de fundos de investimento no Brasil. Como os dados indicam, a forte participação dos maiores bancos múltiplos entre os maiores administradores de fundos de investimento é um fato importante a ser explicado. Curiosamente, o ranking dos administradores de fundos não está associado ao retorno ajustado ao risco.

Aqui, argumenta-se que o padrão de concorrência no setor bancário no ambiente de instabilidade macroeconômica e o arcabouço institucional do sistema financeiro doméstico está no cerne da explicação. O crescimento do mercado secundário de dívida pública estimulou o carregamento de dívidas nos balanços dos bancos múltiplos como também lhes permitiu a obtenção de ganhos com tarifas na administração de fundos de renda fixa.

Argumenta-se, ademais, que a própria natureza do serviço bancário, com a ascensão dos bancos múltiplos, se tornou mais abrangente: os bancos, como estratégia para sobreviverem e se expandirem, tenderam a ofertar um pacote de serviços interdependentes, dos quais faz parte a administração de fundos, visando capturar todas as oportunidades de geração de renda com cada cliente.

Por último, discute-se em que medida a regulação brasileira para os fundos de investimento contribui para a formação de uma indústria mais eficiente. A relação entre investidores e administradores de fundos de investimento é perpassada pela assimetria de informações e a existência de conflitos de interesses. A regulação dessa relação, no sentido de reduzir as áreas de conflito poderia aumentar o grau de eficiência da indústria. Nesse sentido, cabe avaliar em que medida os avanços em termos de proteção à proteção ao investidor por meio da ênfase na transparência da gestão e das práticas de boa governança corporativa, não somente na indústria de fundos, mas também nos mercados de capitais

pode contribuir com o crescimento do setor dos fundos de investimento e distribuir ganhos para os investidores.

O Capítulo 4 volta-se para a análise da eficiência macroeconômica da indústria de fundos. Nesse sentido, o conceito de eficiência aqui utilizado de origem keynesiana, desenvolvido recentemente por Studart (1995), diz respeito à disponibilidade de recursos para o financiamento do investimento e da demanda agregada, em geral. Um sistema será mais eficiente, do ponto de vista macroeconômico, na medida em que gere financiamento em volumes suficientes para manter a economia no nível do pleno-emprego, mitigando a tendência a fragilidade financeira.

Desenvolve-se um esboço de um modelo de fragilidade financeira para fundos de investimento, apoiado em Minsky (1982, 1986) para explicar, por um lado, as possibilidades de evolução da indústria no papel de agente do financiamento do desenvolvimento, lado a lado ao seu efeito sobre a endogeneidade da moeda e sobre a estabilidade financeira. A análise empírica, então, explora a participação da indústria de fundos no mercado de capitais e na colocação de dívida pública e, em seguida, estuda os efeitos da indústria no que se refere a sua contribuição para a estabilidade financeira. Por último, o capítulo termina discutindo os efeitos da evolução recente da regulação sobre a eficiência macroeconômica da indústria.

O último capítulo, à guisa de conclusão, sumaria os principais pontos desse relatório e discute, preliminarmente, os efeitos das mudanças recentes na legislação dos fundos e dos mercados de capitais. Reconhece-se uma tendência liberalizante no arcabouço regulatório brasileiro com respeito aos fundos de investimento, acompanhada da imposição de regras de boa governança corporativa, da preocupação com a garantia dos direitos dos investidores, a ampliação da exigência de transparência.

## CAPÍTULO I

### A FORMAÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL: DA REFORMA DO MERCADO DE CAPITAIS À DIFUSÃO DAS QUASE-MOEDAS

#### 1. INTRODUÇÃO

Este capítulo trata da evolução da indústria de fundos mútuos no Brasil durante o seu primeiro ciclo, definido como o período iniciado com a reforma do mercado de capitais, na segunda metade dos anos sessenta, até janeiro de 1991, quando a indústria passa por significativa remodelação. Esse ciclo pode ser dividido em três períodos importantes:

- (1) O primeiro, se inicia na Reforma Financeira de 64/66, e é encerrado na crise da bolsa de valores de 1971. É caracterizado por forte expansão dos fundos (de ações e debêntures) mútuos livres, seguidos pelos fundos fiscais;
- (2) O segundo tem início com a crise na indústria de fundos de ações, provocada pela crise da bolsa, no final de 1971. Retrata o esvaziamento da carteira dos fundos livres até o início dos anos 80 e a sua recuperação, através da conversão progressiva do seu perfil para renda-fixa.
- (3) O terceiro período se inicia com a reforma de 1984, que criou formalmente os fundos de renda-fixa, e se encerra no primeiro ano do Governo Collor com o sequestro de ativos financeiros e a reestruturação institucional da indústria. Nesse período, os fundos são alçados à condição de quase-moeda e se convertem em objeto de preocupação para as políticas de estabilização.

Dois são os argumentos aqui desenvolvidos para caracterizar a evolução dos fundos mútuos durante esse ciclo:

1. A indústria de fundos de investimento, tal como concebida, fazia parte de um amplo programa de reformas institucionais do sistema financeiro, que visava, através do fortalecimento do mercado de capitais, o desenvolvimento de instrumentos voltados para o financiamento de médio e longo prazo das empresas;
2. Os desequilíbrios macroeconômicos, manifestados especialmente a partir de 1974, bem como as políticas econômicas empregadas para corrigi-los, contribuíram para subverter o projeto original da constituição de uma indústria de fundos voltada para o fortalecimento do mercado de capitais, induzindo-a a se transformar em um dos beneficiários do financiamento de curto prazo da dívida pública brasileira e num dos instrumentos empregados pelos bancos comerciais para a criação de quase-moedas.

## 2. ANTECEDENTES À REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL

Depois de uma década de vigoroso crescimento econômico, o início dos anos 60 conheceu a estagnação<sup>13</sup>. Entre os componentes explicativos mais importantes dessa reversão cíclica, encontra-se a tese da incompletude do sistema financeiro brasileiro. Em linhas gerais, o argumento é que o sistema financeiro brasileiro, em sua evolução, não foi capaz de criar instrumentos financeiros adequados à nova estrutura industrial, surgida nos anos 50, transformando-se, por sua vez, em um obstáculo ao crescimento econômico.

No Brasil, nos anos 50, em especial, durante o período do Plano de Metas (1955-60), testemunhou-se uma grande concentração de investimentos na indústria de bens de consumo duráveis e na indústria pesada. Consequentemente, como contra-face do grande investimento e crescimento econômico acelerado, criou-se, em um curto espaço de tempo, uma grande capacidade produtiva nesses novos setores. Para que tal capacidade pudesse ser ocupada e se justificassem novos investimentos, mantendo acelerado o ritmo de crescimento econômico, seria fundamental a disponibilização de instrumentos financeiros voltados para atender às novas exigências colocadas pelas características desses novos setores.

O sistema financeiro privado local não dispunha, à época, de métodos de financiamento de médio e longo prazo<sup>14</sup> desenhados para o fortalecimento do consumo de bens duráveis e para o investimento, especialmente em setores de tecnologia mais complexa e com requisitos de capital mais elevados. Até então, o financiamento de longo prazo contava com os aportes de capital estrangeiro e com o financiamento público, através dos bancos públicos, ou diretamente através de grandes déficits orçamentários, financiados com expansão da base monetária. O sistema financeiro privado local, a despeito do crescimento e, mais importante, das transformações da estrutura industrial, mantinha-se ligado, às exigências do comércio exterior agrícola e da indústria leve que caracterizavam a economia brasileira até o final dos anos 40.

Segundo Lessa (1982), o fato de o sistema financeiro brasileiro, durante o esforço industrializante do Plano de Metas (1955 – 1960), não ter sido capaz de desenvolver um sistema de financiamento de longo prazo no espaço de tempo requerido acabou produzindo um processo inflacionário crescente que, se a princípio poderia ser absorvido sem maiores conseqüências, com o passar do tempo, acabou se transformando em um elemento desorganizador da economia.

*“Assim sendo, coloca-se como natural decorrência do Plano de Metas – na ausência de ampliação substancial do mercado de capitais, seja para valores públicos e privados – uma intensificação do processo inflacionário... Na verdade, esgotou as possibilidades*

<sup>13</sup> Entre os anos de 1952 e 1962, a taxa média de crescimento do PIB se situou ao redor dos 7%a.a., recuando para apenas 2,2% no biênio 1963-1964. (Vide Anexo 1).

<sup>14</sup> Não obstante, desde a metade dos anos 50 até a reforma do sistema financeiro, as letras de câmbio desempenharam um papel fundamental no financiamento de bens de consumo duráveis. Além disso, até o advento dos bancos de investimento, as financeiras (Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento) representaram a única fonte privada de empréstimos a médio e longo prazo para o investimento industrial. Ver, a esse respeito, Portocarrero de Castro (1979). Esse instrumento, entretanto, não foi suficiente para cobrir as necessidades colocadas pela economia e sofreu uma relativa atrofia com o avanço da inflação.

*do modelo pretérito de financiamento por via inflacionária, antes de ter surgido na economia um mecanismo alternativo. Conduziu a política econômica a uma dolorosa opção. Não poderia o governo continuar financiando a expansão de seu dispêndio com base na geração adicional de meios de pagamento. Conduziria rapidamente a economia a uma hiperinflação insustentável". (Lessa, 1982: 89 – 91).*

Duas causas, não necessariamente excludentes, podem ser levantadas para que o sistema financeiro não tivesse desenvolvido endogenamente mecanismos alternativos de financiamento, adaptados às novas circunstâncias: (a) as incertezas associadas aos novos investimentos; e (b) os efeitos do processo inflacionário.

O efeito das incertezas associadas ao processo de industrialização sobre a estrutura financeira, em países em desenvolvimento, é uma hipótese desenvolvida em Studart (1999). A evolução dos sistemas financeiros de economias em desenvolvimento esbarraria no fato de que, em períodos de crescimento, ocorre, tipicamente, uma transformação da estrutura produtiva que, de um modo geral, apresenta demandas de financiamento desconhecidas pelo sistema financeiro local. Isso ocorre não só porque surgem novos agentes econômicos no processo, tais como novas empresas que surgem, mas também porque surgem novos padrões de consumo, produção e investimento. Nesse caso, na ausência de alterações institucionais, mais provavelmente promovidas por governos, as mudanças espontâneas nas técnicas tradicionais de financiamento muito provavelmente serão insuficientes para acompanhar as novas demandas<sup>15</sup>.

Quanto aos efeitos da inflação sobre o desenvolvimento de mecanismos de financiamento de longo prazo no Brasil, o argumento aqui apresentado é que ela criou oportunidades para ganhos de curto prazo ao mesmo tempo em que ampliou os riscos de operações de longo prazo, o que conferiu domínio das operações de longo prazo pelas de curto prazo.

A inflação<sup>16</sup> criou oportunidades de ganhos de curto prazo que foram exploradas, por exemplo, pelos bancos brasileiros, por meio da manutenção de seu foco de atuação tradicional. Um dos componentes dessa estratégia, levada adiante para aproveitar essas oportunidades, durante os anos 50, foi ampliar a rede de agências bancárias. O objetivo era aumentar a captação de depósitos à vista, que não rendiam juros, para aplicá-los em operações de crédito de curto prazo, cujas taxas nominais acompanhavam as taxas de inflação, a despeito da Lei da Usura.

---

<sup>15</sup> Esse argumento qualifica a tese de Gurley e Shaw (1955), segundo a qual o processo de desenvolvimento cria oportunidades lucrativas para o surgimento de inovações financeiras (novas modalidades de financiamento, haveres financeiros e instituições financeiras) que, por sua vez, vão estimular a continuidade do desenvolvimento. A qualificação aqui se refere à hipótese de Studart (1999) que assevera que o processo de industrialização em países em desenvolvimento embute transformações tão radicais que tornam o futuro bastante incerto para que o setor privado desenvolva, guiado pelas informações de mercado, inovações financeiras no ritmo adequado à sustentabilidade do desenvolvimento.

<sup>16</sup> No período 1952-62, a inflação anual média foi de 24%. No período 1963-64, esse número passou para a casa dos 90%.

A Lei da Usura limitava a taxa de juros em 12% a.a. nominais<sup>17</sup>. Em um ambiente em que as taxas de inflação se localizavam em patamares superiores aos 12%, a obediência à Lei inviabilizaria a atividade financeira, até mesmo as de curto prazo. Contudo, o sistema bancário aprendeu a lidar com os limites impostos pela Lei da Usura, desenvolvendo técnicas para circundá-la, tais como a cobrança de taxas de administração e a exigência da manutenção de saldo médio em conta durante a vigência do empréstimo. Essas medidas significaram, na prática, um aumento nas taxas de juros efetivas<sup>18</sup>.

Contudo, um elemento importante a ser considerado é que tais técnicas tinham vigor limitado, especialmente no que se refere à capacidade das instituições financeiras emprestarem em um prazo mais longo, com taxas pré-fixadas, em ambiente de aceleração inflacionária. Tornou-se cada vez mais difícil o estabelecimento de juros nominais de longo prazo por força da maior imprevisibilidade da inflação futura. Tendo em vista a maior incerteza trazida pela aceleração da inflação, os bancos foram induzidos a reduzir os prazos dos empréstimos, abandonando progressivamente sua função de transformador de prazos para reduzir o risco de juros associado à inflação.

Em síntese, as incertezas típicas de processos de industrialização em economias em desenvolvimento contribuíram, no Brasil, para a aceleração da inflação, que, por sua vez, estimulou o desenvolvimento de inovações financeiras voltadas, precisamente, para a exploração de ganhos de curto prazo.

### **3. A REFORMA 64-66 E O PAPEL DO SETOR FINANCEIRO PRIVADO**

O sistema financeiro brasileiro, a partir da segunda metade dos anos sessenta, passou por transformações significativas. Tais mudanças não foram um resultado espontâneo das forças em operação no mercado financeiro para acompanhar a evolução industrial dos anos 50, como aponta Tavares (1983). Muito menos foram uma reação endógena aos profundos desequilíbrios econômicos bastante críticos no início da década de sessenta. Elas foram precedidas e acompanhadas por profundas mudanças institucionais em resposta ao desequilíbrio inflacionário e à escassez de linhas de financiamento e instrumentos financeiros de captação de maior maturidade.

O governo militar, a partir de 1964, estabeleceu uma série de medidas que visava estabilizar o nível de preços, através de um tratamento gradualista, e lançar bases para o crescimento. Dentre elas, destacam-se aquelas voltadas para a reorganização do sistema financeiro nacional.

Por meio de um conjunto de novas leis, promoveu-se um re-ordenamento no sistema financeiro nacional. Buscava-se promover o financiamento não-inflacionário, especialmente de longo prazo, através de instituições privadas, ao mesmo tempo em que se procurava institucionalizar os canais de financiamento externo e reforçar a participação do setor público

---

<sup>17</sup> No caso dos empréstimos agrícolas, o teto seria de 6%a.a.

<sup>18</sup> Não só os bancos se serviram dessas técnicas. As financeiras, por exemplo, utilizaram as letras de câmbio com desconto como forma de burlar a Lei da Usura.

no financiamento de longo prazo. As leis da Correção Monetária, Reforma do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais compunham o âmago do novo modelo.

A Lei da Correção Monetária visou criar um instrumento que permitisse o estabelecimento de relações contratuais em um ambiente inflacionário. Ela estabeleceu a indexação de débitos fiscais<sup>19</sup>, buscando garantir o valor real dos impostos, e criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs). A ORTN é um título público indexado voltado para a antecipação de receitas, cobrir déficits públicos e promover recursos para o investimento público. Com o passar do tempo, através de várias resoluções do Banco Central do Brasil, a correção monetária foi generalizada para contratos e ativos privados. Em tese, a correção monetária, ao garantir o valor real dos financiamentos, eliminaria o risco de desvalorização real dos ativos, estimulando o alongamento das operações de crédito.

Em um ambiente inflacionário, caracterizado por certa imprevisibilidade na variação do nível geral de preços, a estimativa das taxas de juros reais *ex-ante* se torna muito difícil. Esse fato dá origem ao risco inflacionário, pois os credores correriam o risco de pactuar contratos de financiamento com taxas de juros reais menores do que as esperadas, caso a inflação fosse subestimada e, de outro lado, os devedores correriam o risco de tomar financiamentos com taxas de juros reais muito elevadas, ao superestimarem a inflação no início do período do financiamento. Esse risco é mais significativo quanto maior o período considerado em um ambiente em que a inflação pode se acelerar.

A correção monetária eliminaria o risco inflacionário, permitindo que as taxas de juros nominais se tornassem pós-fixadas pela simples soma da taxa de juros real, combinada no começo do período de vigência do contrato financeiro, com o valor da correção monetária. Estaria, assim, segregado um dos incentivos negativos ao alargamento das operações de financiamento.

Com a Lei 4595/64 (Reforma do Sistema Financeiro), o Conselho Monetário Nacional (CMN) foi encarregado da formulação da política monetária, enquanto o Banco Central do Brasil (BACEN), ao lado do Banco do Brasil (BB), encarnavam o papel de autoridade monetária, sendo, então, responsáveis pela execução da política monetária. A mesma Lei reordena o sistema financeiro nacional segundo o modelo típico do sistema financeiro americano que surgiu a partir do Glass-Steagal Act, de 1933. Institui-se o conceito de segmentação de atividades no sistema financeiro. Foram criadas instituições privadas voltadas para o financiamento de classes de ativos com instrumentos financeiros específicos, segundo a regra de que a maturidade dos ativos financiados deveria ser compatível com a maturidade dos recursos. Grosso modo, o esquema apresentado no quadro abaixo sintetiza o efeito desta reforma (levando apenas em conta o setor privado):

---

<sup>19</sup> Durante esse período, os juros de mora eram o instrumento econômico empregado para desincentivar o atraso no pagamento dos impostos. Contudo, como a inflação sempre sobrepujava esses juros, acabou gerando incentivo econômico para atraso, o que contribuiu para o alargamento dos déficits fiscais.

**Quadro 1 - Estrutura do sistema financeiro privado – Principais itens de ativo e passivo (Lei 4595/64).**

<b>Instituição Financeira</b>	<b>Principais Ativos</b>	<b>Principais Passivos</b>
Banco Comercial	Empréstimos de Curto Prazo para Capital de Giro das Empresas	Depósitos à Vista
Bancos de Investimento*	Empréstimos de Longo Prazo e operações de <i>Underwriting</i>	Certificados de Depósito Bancários e Fundos de financiamento externo para repasse
Financeiras	Empréstimos de Médio Prazo para Aquisição de Bens de Consumo Duráveis	Letras de Câmbio
Corretoras e Distribuidoras*	<i>OPERAÇÕES NAS BOLSAS DE VALORES</i>	

\* As bases para a implementação de bancos de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras no Brasil são estabelecidas a partir da Lei do Mercado de Capitais (4728/65).

O modelo de estrutura especializada tem como características básicas a criação de uma estrutura financeira voltada tanto para o financiamento de curto como de longo prazo, em que os riscos de descasamento entre o ativo e passivo e o risco de contágio entre as instituições são mitigados. Essa é uma condição importante para a manutenção de taxas de crescimento positivas sem a geração de desequilíbrios macroeconômicos.

A fragilidade financeira surgiria em sistemas em que houvesse tendência ao descasamento de prazos, situação típica em economias em crescimento que não dispõem de instrumentos de captação de longo prazo, tais como depósitos e títulos privados de longo prazo, debêntures conversíveis e ações. A tendência à fragilidade financeira (Minsky, 1986) se refere ao fato de que as firmas financeiras e as não-financeiras seriam induzidas, à medida que a economia crescesse, a financiar ativos de longo prazo com aplicações de curto prazo, subestimando o risco envolvido. Nessas condições, um choque nas taxas de juros, por exemplo, poderia trazer perdas significativas para os agentes cujas estruturas financeiras se tipificassem por alto grau de descasamento e interromper fluxos de pagamentos, o que poderia gerar uma crise financeira.

As possibilidades de geração de uma crise financeira estariam ligadas, ainda, à extensão das conexões financeiras entre os agentes. É possível admitir que alguns choques econômicos afetem primordialmente uma classe de agentes mais do que a outros. Uma quebra de safra prejudicará primordialmente agricultores e comerciantes de gêneros agrícolas, bem como as instituições financeiras a eles ligadas, dependendo da importância dessa conexão. Do mesmo modo, o impacto inicial de uma queda no mercado de ações afetará os agentes que carregam ações em seu portfólio. A extensão dos danos desses choques para o restante da economia vai depender da magnitude dos setores atingidos primordialmente e do grau de conexão desses setores com as demais atividades econômicas.

A lógica por detrás da segmentação de atividades financeiras é segregar os efeitos dos choques a uma classe específica de agentes financeiros, limitando o encadeamento desses efeitos a outros segmentos do sistema, ou seja, o risco de contágio. Por exemplo, ao se concentrar as atividades dos bancos comerciais aos empréstimos para capital de giro, o que se busca é limitar os efeitos que, por exemplo, uma queda no mercado de ações poderia produzir sobre o patrimônio líquido dessas instituições que são responsáveis pelo sistema de pagamentos da economia. Ou, ao contrário, que as perdas dos bancos associadas à inadimplência se convertessem em liquidações de ações e debêntures em bolsa. A redução do risco de contágio diminuiria a possibilidade de que choques setoriais se convertessem e uma crise sistêmica.

Em suma, a preocupação com a especialização das instituições financeiras por modalidade de ativo financiado, seguindo a regra de que de que ativos financeiros mais longos sejam financiados com passivos mais longos, se constituiria em um mecanismo que, ao funcionar, geraria recursos para o investimento, mitigaria a tendência à fragilidade das instituições financeiras e das empresas não financeiras, limitaria as possibilidades de contágio e, por conseguinte, de uma crise sistêmica.

A Lei dos Mercados de Capitais viria completar a estrutura de financiamento brasileira, criando os mecanismos institucionais voltados para o *funding* privado do investimento, isto é, a consolidação de passivos através de instituições financeiras privadas. Essa lei visava 3 objetivos básicos: (a) estabelecimento de um padrão de conduta para os participantes do mercado de capitais; (b) proposição da criação de novas instituições e o fortalecimento das existentes; e (c) concessão de incentivos às empresas que abrirem seu capital.

O primeiro objetivo é fundamental para inspirar confiança no público. O segundo objetivo – o fortalecimento e a criação de instituições –, conferiu ao Conselho Monetário Nacional (CMN) o estabelecimento de regras quanto à organização e determinação das firmas-membro das bolsas de valores e introduziu os bancos de investimento, cujas operações tiveram início em 1966. Os bancos de investimento deveriam utilizar, basicamente, depósitos à prazo e fazer repasses de fundos de financiamento existentes para financiamentos de médio e longo prazos, além de operações de *underwriting*.

Vários foram os incentivos fiscais à abertura de capital das empresas visando favorecer os acionistas de empresas de capital aberto vis-à-vis as companhias de capital fechado. Por exemplo, não haveria incidência de impostos sobre os dividendos distribuídos pelas companhias abertas, enquanto a alíquota de impostos sobre os dividendos das companhias fechadas seria de 5%. O recolhimento na fonte para pessoas físicas que não quisessem incluir em sua declaração de renda os ganhos com dividendos seria de 15% para as empresas abertas e 25% para as fechadas. Some-se a esses incentivos o abatimento da renda bruta tributável para pessoas físicas que subscrevessem ações.

No conjunto das reformas visando o reforço do mercado de capitais, como o espaço para o financiamento de longo prazo, somam-se, ainda, a regulamentação da indústria de fundos mútuos livres e, em especial, os subsídios dados à constituição de fundos fiscais (os fundos 157).

#### 4. FUNDOS MÚTUOS E OS MERCADOS DE CAPITAIS

O fundo de investimento fechado Valéria Primeira, do grupo Deltec, foi o pioneiro na indústria, no Brasil, tendo iniciado suas operações desde 1952. A primeiro fundo aberto, o Fundo Brasil, entrou em atividade pouco depois, em 1954, e em 1957 foi estabelecido o fundo Crescinco<sup>20</sup>. A partir da Portaria 309 do Ministério da Fazenda, de 1959, que autoriza a constituição de fundos em condomínio - com carteira composta por duplicatas e contratos de mútuos registrados - surgem os fundos Atlântico, em 1960, Condomínio Deltec, em 1961, Halles e Vera Cruz, em 1964.

A regulação existente sobre a indústria de fundos é responsável por sua organização sob a forma de condomínio e não na forma de sociedade anônima. A lei nº 3470, de 28/11/58, determinou que os fundos não seriam considerados pessoas jurídicas para fins de pagamento de imposto de renda, o que configurava uma vantagem para os fundos em condomínio em comparação com a sociedade anônima. Além disso, a opção pelo formato de condomínio evitava limites legais próprios às sociedades anônimas, tais como a proibição à venda contínua de títulos de própria emissão e a proibição da recompra de suas ações, o que impediria a emissão e o resgate das quotas.

Contudo, a despeito de um arcabouço jurídico constituído, a indústria de fundos apresenta um fraco desempenho nos primeiros anos da década de 1960. 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).

Somente a partir da retomada do crescimento econômico no Brasil, no Milagre, e dos desdobramentos da reforma no sistema financeiro, com o Decreto-Lei 157 (DL 157), de 1967, e, posteriormente, com a regulamentação específica dos fundos de investimento (Resolução 145, de 17/04/70), a indústria vai ganhar maior dimensão.

##### 4.1. Os Fundos 157

O DL 157 permitia a pessoas físicas (e, inicialmente, também às pessoas jurídicas) aplicar uma fração do imposto de renda devido em fundos mútuos fiscais. Estes seriam administrados por bancos de investimento, corretoras ou financeiras, e os recursos deveriam ser majoritariamente investidos em ações ou em debêntures conversíveis. A intenção por trás da criação dos fundos era gerar recursos, através da aquisição de ações e debentures nos mercados primários, para a capitalização de empresas. É importante lembrar que as empresas brasileiras atravessaram uma etapa recessiva particularmente severa e encontraram em dificuldades para obter recursos destinados até mesmo ao capital de giro. Até então, como foi

---

<sup>20</sup> Há alguma divergência quanto à origem dos fundos abertos. GAGGINI (2001), por exemplo, aponta o fundo Crescinco como o condomínio aberto de carteira diversificada em operação no Brasil.

dito anteriormente, os mercados de capitais tinham pouca expressão e a fonte de financiamento das empresas era o crédito de curto prazo dos bancos.

É fundamental destacar que outros meios, mais conhecidos, poderiam ser tentados para criar os recursos para a capitalização das empresas, como créditos subsidiados ou isenções fiscais. Contudo, optou-se, como desdobramento das reformas, pelo recurso a uma inovação financeira, mais sofisticada e ainda não tentada na prática. E é exatamente a novidade do instrumento financeiro que se constituiu em dos motivos que levaram à introdução de modificações nesse mecanismo visando aperfeiçoá-lo<sup>21</sup>.

Em geral, os aperfeiçoamentos procuraram simplificar a sistemática de captação de recursos fiscais; ampliar o prazo de resgate das cotas e ampliar compulsoriamente o horizonte de diversificação dos fundos. No que se refere às regras de aplicação dos recursos, entretanto, é importante estender um pouco mais as considerações, pois as transformações nesse item revelam, mas do que meros aperfeiçoamentos.

Dois parecem ter sido as razões adicionais que orientaram as políticas de aplicações dos Fundos 157 desde a sua criação. O primeiro, de natureza conjuntural, ampliava a liberdade dos fundos aplicarem seus recursos no mercado secundário sempre que o mercado se apresentava retraído, e reduzia essa liberdade quando havia maior aquecimento, dirigindo-o para o mercado primário. Os fundos desempenhavam uma espécie de papel anticíclico no mercado secundário.

O segundo fator, observável apenas ao se considerar um prazo mais longo, é a mudança de concepção sobre a função dos fundos 157. A partir de 1974, 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 157 para a aquisição de ações que conferissem maior retorno ajustado ao risco, liberando-os crescentemente da obrigatoriedade de subscrever novas ações.

Os fundos 157 foram criados em fevereiro de 1967 com o objetivo de investir seus recursos em novas ações. Já em março de 1967, através da Resolução 149, foram autorizados a comprar ações em bolsa, até o limite de 10% dos seus recursos. Em julho de 1967, através da Resolução 60, permitiu-se que os fundos aplicassem 1/3 de seus recursos no mercado secundário, até a data de 30 de outubro de 1967. O objetivo dessa maior liberdade para os fundos prendia-se aos seguintes fatos:

- (a) No momento de sua criação, poucas empresas atendiam aos requisitos do DL 157 para colocar ações ou debêntures conversíveis junto aos fundos<sup>22</sup>. Sendo assim, a maior

<sup>21</sup> A descrição das mudanças ocorridas com os fundos se apóia em MACHADO (1982). Um quadro sinóptico é apresentado no **Quadro Anexo 1.1**.

<sup>22</sup> “O artigo 7º do DL 157, de 10 de fevereiro de 1967, estabelece que os fundos somente poderiam aplicar recursos em empresas que atendessem alternativamente às três primeiras condições expressas abaixo e, obrigatoriamente, à última condição indicada: (a) Colocar no mercado, mediante oferta à subscrição pública, direta ou indiretamente, ações de aumento de capital, devendo os atuais acionistas subscrever, no mínimo, 20% do valor da emissão; (b) Colocar no mercado de debentures conversíveis em ações de prazo mínimo de três anos, devendo os atuais acionistas subscrever 20% do valor da emissão; (c) Alienar imóveis em valor que, no mínimo

liberdade de operação dos fundos 157 no mercado secundário constituía-se numa alternativa para aplicação de recursos que, de outro modo, seriam mantidos inertes e/ou abririam espaço para uma elevação excessiva dos preços no mercado primário.

- (b) O nível de atividade dos mercados secundários estava muito baixo, desestimulando a colocação de papeis. A aplicação de recursos ociosos no mercado secundário poderia contribuir para o aumento das cotações, atrair mais investidores para as bolsas e estimular, com isso, empresas a atender aos padrões estabelecidos pelo DL 157 para obter financiamento por meio dessa fonte de recursos.

Essas transformações iniciais indicam a preocupação com a canalização de recursos para a capitalização das empresas sem, entretanto, aumentar excessivamente o preço das ações das poucas empresas que se candidatassem a tomá-los. Ao mesmo tempo, revelava uma preocupação com o grau de atividade do mercado secundário. São medidas que visavam fortalecer o mercado de capitais evitando o surgimento de distorções que pudessem comprometê-lo.

Com o advento do DL 403, de 30/12/68, os fundos passaram a ser obrigados a aplicar 2/3 dos recursos arrecadados no mercado primário. Os efeitos dessa resolução foram revertidos brevemente, entre maio de 1970 e maio de 1971, quando o governo elevou para 2/3 o montante de recursos que poderia ser aplicado no mercado secundário. Passado esse período, a situação voltou a se inverter, com uma novidade adicional: a obrigatoriedade de aplicação de 20% dos recursos arrecadados, no mínimo, em Sociedades Anônimas de Pequeno e Médio Porte (DL 1.109/70 e Resolução 185, do Banco Central). Em seguida, o percentual foi elevado para 25%, estabelecendo-se uma nova diretriz para os fundos, no período de 1971-74, de financiar pequenas e médias empresas.

A partir de então, a orientação dos Fundos 157 passou a privilegiar maior flexibilidade da composição do portfólio. A Resolução 288, de 31 de maio de 1974, permitiu as aplicações no mercado secundário de 40% dos recursos totais dos fundos, com a exigência de que se voltassem para empresas de capital privado nacional.

Em 1978, foi consolidado o conceito de prioridade ao mercado de capitais em geral, sem fazer distinção entre o mercado primário e o secundário. A partir da Resolução 470, a maior restrição à alocação de recursos foi a exigência de um percentual mínimo, elevado para 80%, para a aplicação dos recursos em ações de companhias privadas nacionais.

Essa seqüência de modificações no arcabouço legal, a partir de 1974, indica, na verdade, uma alteração na concepção sobre as conexões existentes entre o fortalecimento do mercado de capitais e o financiamento do investimento. A princípio, os Fundos 157 deveriam investir parte substancial de seus recursos no mercado primário, o que colocaria 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 secundário. Segundo Machado

---

seja equivalente a 15% do capital social; (d) Aplicar os recursos provenientes do aumento de capital com a opção de uma das providências acima enumeradas, em capital circulante..." (Machado, 1982, p. 6).

(1982), com as modificações nas suas regras de funcionamento, os Fundos 157, foram adquirindo um caráter de fundo mútuo de investimento, abandonando a postura inicialmente adotada de fundo de capitalização, como inicialmente idealizado.

As vantagens associadas a essa maior liberdade, do ponto de vista do reforço dos mercados de capitais como fonte de recursos para o financiamento de médio e longo prazo, poderiam advir de dois efeitos positivos que incidiriam sobre o volume de recursos canalizados para as bolsas: (a) atração de mais recursos para os fundos 157; (b) fortalecimento das bolsas como opção de investimento.

No que se refere à atração de recursos para os fundos 157, é preciso deixar claro que à despeito de ser constituído com incentivos fiscais, o interesse do público em geral sobre eles era limitado. Melo (1978), através de entrevistas com cotistas, concluiu que o desconhecimento do mercado de ações e das regras de funcionamento dos fundos 157 desestimulou as aplicações e até mesmo os resgates das cotas, o que revela o peso do fator cultural. Contudo, a baixa taxa de retorno foi um fator preponderante para explicar o desinteresse do público. De fato, de acordo com Brito & Neves (1984) e Vital (1975), os resultados dos fundos em geral, especialmente os fundos 157, apresentaram-se muito baixos, dificilmente superando os índices de valorização das bolsas e quase sempre perdendo para a inflação. Uma explicação para esse resultado se relaciona ao fato de que a excessiva legislação, que estabelecia limites para a aquisição de cada tipo de papel e obrigatoriedade de pulverização<sup>23</sup>, não coincidia necessariamente com os resultados alcançáveis por meio de diversificação eficiente<sup>24</sup>, afastando os aplicadores potenciais do mercado de ações.

Sendo assim, a maior liberdade para a gestão das carteiras dos fundos 157 poderia, na medida em que melhorasse o desempenho dos fundos, atrair novos cotistas interessados em explorar os incentivos fiscais e, conseqüentemente, aumentar o volume de recursos para a capitalização das empresas.

Em tese, o efeito acima poderia se dar mesmo que esses recursos não fossem diretamente canalizados para as empresas. Em princípio, o aumento da demanda por papéis no mercado secundário poderia se reverter em benefício para o mercado primário. A demanda por ações é fortemente influenciada pela liquidez dos papéis. Um mercado secundário ativo tem como função tornar líquidas as ações, que são títulos representativos de ativos ilíquidos. Por isso, o aumento do volume do mercado secundário é uma condição fundamental para que se abram maiores oportunidades de lançamentos no mercado primário. Nesse sentido, os fundos 157, ao serem liberados para aplicações no mercado secundário, estariam, em tese gerando

---

<sup>23</sup> Os limites, estabelecidos pelo Banco Central, se centravam em torno de tetos, que deveriam ser obedecidos simultaneamente, para a participação no patrimônio da empresa e para a participação de um papel específico, no patrimônio do fundo, além do atendimento às normas para aplicação dos recursos no mercado primário e secundário.

<sup>24</sup> Há outros motivos que explicam esse resultado, dentre os quais encontra-se: (a) o viés altista da composição dos índices de rentabilidade das bolsas; (b) os custos com comissões nas operações de compra e venda não levados em conta nas mudanças de composição dos índices; (c) o efeito das operações de compra e venda sobre o preço dos papéis; (d) a garantia de liquidez aos s – especialmente no caso dos fundos mútuos – que obriga os fundos a vender papéis especialmente quando o mercado já está em baixa. Esses elementos são elencadas em Conjuntura Econômica (1975).

recursos para a capitalização das empresas. Esse seria o sentido geral da expressão “fortalecimento do mercado de capitais”.

Por outro lado, é importante notar que a transmissão do efeito do aumento do mercado secundário para o mercado primário não é trivial. A concentração de investimentos em algumas ações no mercado secundário, ainda que represente aumento do volume, pode não se reverter em aumento de recursos para o mercado primário, a não ser para essas poucas empresas. Outro efeito que distorce a relação entre os mercados primários e secundários é a atividade especulativa. É possível que o aumento de volume nos mercados secundários seja motivado fundamentalmente por um comportamento de manada. Nessas circunstâncias, em geral, as cotações se tornam muito voláteis. Em consequência, a colocação de papéis para o *funding* do investimento pode enfrentar dificuldades, pois por estar vinculada a custos com os investimentos e/ou a obrigações financeiras, o momento em que ocorre depende do momento da tomada de decisão de investir. Se no momento da colocação de papéis o mercado estiver em baixa, o custo de capital pode se elevar em demasia e tornar o projeto financiado inviável. Sendo assim, se há expectativas de grande volatilidade das cotações as empresas podem preferir outras técnicas de financiamento da colocação de ações. Nesse caso, a ação dos fundos no sentido de estabilizar as cotações poderia ter um papel benéfico. Há, contudo, sempre a presença do risco de que os fundos passem a agir como especuladores, voltando-se para a exploração das oportunidades de ganhos de capital, o que pode limitar os efeitos positivos, sobre as colocações no mercado primário, do maior volume do mercado secundário<sup>25</sup>.

#### 4.2. Os Fundos Mútuos de Investimento

Ao lado dos fundos 157, operavam os fundos mútuos livres. Seu principal atrativo era oferecer aos s a possibilidade de participar dos ganhos significativos do crescimento da bolsa de valores durante o Milagre Econômico, até o final de 1971.

Durante os primeiros anos do Milagre Econômico, as bolsas brasileiras apresentaram resultados excepcionais. 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, tal como mostra a **Tabela 1.1**.

---

<sup>25</sup> Essa observação se apóia em Keynes (1982).

**Tabela 1.1 - Indicadores de Rentabilidade dos Fundos Fiscais e do Mercado de Capitais**

% nominais

Anos	Rentabilidade Nominal dos Fundos Mútuos	Rentabilidade Nominal dos Fundos Fiscais	Mercado de Capitais - Rentabilidade Nominal			Inflação (IGP-DI)	Depósito a Prazo (CDBs)*
			IBV	IBOVESPA	ORTN		
1969	***	97,0	276,7	171,0	18,5	20,1	
1970	***	22,0	104,0	50,0	19,6	19,3	23,6
1971		61,0	125,0	166,7	22,7	19,5	22,6
<b>Média 1969 - 1971</b>	<b>***</b>	<b>60,0</b>	<b>168,6</b>	<b>129,2</b>	<b>20,3</b>	<b>19,6</b>	
1972	(42,7)	(38,7)	(46,0)	(23,7)	15,3	15,7	20,0
1973	2,0	(9,1)	(22,0)	(10,8)	12,8	15,5	19,6
1974	0,0	(5,2)	(4,0)	1,8	33,3	34,5	24,4
<b>Média 1972 - 1974</b>	<b>(16,38)</b>	<b>(17,7)</b>	<b>(24,0)</b>	<b>(10,9)</b>	<b>20,5</b>	<b>21,9</b>	<b>21,3</b>
1975	38,0	16,1	38,7	56,3	24,2	29,4	27,6
1976	38,4	38,4	17,0	28,5	37,2	46,3	30,9
1977	46,1	52,3	27,0	24,7	30,1	38,8	37,2
1978	31,2	20,9	22,3	31,1	36,2	40,8	38,5
1979		20,7	46,0	42,0	47,2	77,2	42,0
1980		25,2	44,9	45,7	50,8	110,2	45,6
<b>Média 1975 - 1980</b>		<b>36,6</b>	<b>32,6</b>	<b>38,1</b>	<b>37,6</b>	<b>57,1</b>	<b>36,8</b>

**Rentabilidade Acumulada no Período**

1980/1971		225,6	195,7	371,3	1.062,9	2.375,1
1974/1971		(47,2)	(43,4)	(30,7)	73,4	79,8
1980/1974		516,8	422,3	579,8	570,5	1.276,6

Notas: IBV: Índice de Lucratividade Geral da Bolsa de Valores de do Rio de Janeiro; IBOVESPA: Índice de Lucratividade da Bolsa de Valores de São Paulo; IPBV: índice de Preços Geral da Bolsa do Rio de Janeiro; Inflação: obtida pelo Índice Geral de Preços, Disponibilidade Interna.

A rentabilidade e a inflação representam variações ao final de cada período. As variações negativas são indicadas por parênteses. Os dados para fundos fiscais, de 1969 até 1971 foram extraídos de Vital (1975) e os dados de 1972 até 1980 foram obtidos da ANBID. Os dados para os fundos mútuos são estimados pela ANBID a partir de uma amostra dos 4 maiores fundos em termos de patrimônio líquido, de 1972 até 1978. \*A rentabilidade do CDB é igual à rentabilidade mensal acumulada no ano.

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. Entretanto, esse movimento seria interrompido logo em seguida, já a partir de 1972, com a crise das bolsas, quando os volumes de recursos nas carteiras dos fundos mútuos passaram a encolher. É interessante notar, como se pode observar na **Tabela 1.2**, que nos anos 70, o M1 desempenhava ainda um papel preponderante na estrutura de haveres financeiros, que começava a se diversificar. No entanto, os fundos de investimento livres e fiscais chegaram a ocupar um espaço importante até a crise da bolsa.

A perda de posição dos fundos foi um processo prolongado durante a década de 70, refletindo (a) os resultados medíocres das bolsas; (b) a diversificação dos haveres financeiros; e (c) os rendimentos dos demais ativos financeiros, como a caderneta de poupança e os CDBs, cujos rendimentos acompanharam a inflação.

**Tabela 1.2 - Principais Haveres Financeiros**

R\$ Milhões - Valores Constantes de Dezembro de 2002

	M1 (a)	Caderneta de Poupança (b)	Depósitos a Prazo (c)	Fundos 157 (d)	Fundos Livres (e)	(d) + (e) = (f)	(f)/(a) %	(f)/(b) %	(f)/(c) %
1967	59.450,05	250,49	16.999,28	-	254,29	254,29	0,4	101,5	1,5
1968	67.710,65	1.034,86	6.248,49	-	405,47	405,47	0,6	39,2	6,5
1969	75.256,29	2.249,07	3.808,46	-	1.536,57	1.536,57	2,0	68,3	40,3
1970	79.323,73	4.424,59	9.440,26	818,58	2.621,59	3.440,17	3,3	59,3	27,8
1971	79.206,93	6.732,98	16.884,45	1.667,27	8.430,66	10.097,93	10,6	125,2	49,9
1972	94.649,75	11.860,96	26.234,36	1.213,30	4.896,26	6.109,56	5,2	41,3	18,7
1973	120.395,33	18.787,74	34.431,55	1.881,30	3.283,63	5.164,93	2,7	17,5	9,5
1974	119.458,03	28.606,51	33.102,46	1.375,68	2.017,54	3.393,22	1,7	7,1	6,1
1975	131.849,47	42.230,65	41.724,97	1.882,55	1.591,47	3.474,02	1,2	3,8	3,8
1976	123.644,63	56.219,99	38.233,19	2.902,05	1.058,14	3.960,19	0,9	1,9	2,8
1977	122.465,79	66.479,01	50.326,33	4.030,82	795,75	4.826,57	0,6	1,2	1,6
1978	123.794,16	77.243,68	60.593,86	3.679,94	638,61	4.318,55	0,5	0,8	1,1
1979	121.205,72	79.002,63	54.746,34	4.570,76	468,86	5.039,62	0,4	0,6	0,9
1980	102.520,61	70.688,66	45.884,60	4.202,58	334,21	4.536,80	0,3	0,5	0,7
1981	92.069,53	91.378,29	57.374,05	4.284,05	276,98	4.561,03	0,3	0,3	0,5
1982	78.566,07	103.905,86	65.260,07	4.301,43	576,07	4.877,51	0,7	0,6	0,9
1983	48.651,08	108.429,77	55.488,23	5.162,28	2.945,18	8.107,46	6,1	2,7	5,3

Fonte: Relatório e Boletim do Banco Central do Brasil - vários números

A tabela anterior e a **Tabela 1.3** mostram, ainda, que os fundos mútuos livres foram largamente batidos pelos fundos 157, a partir de 1975, cujos volumes não obedeciam às influências dos sinais de mercado, mas aos incentivos fiscais que os constituíram. Desse modo, enquanto a queda das bolsas é acompanhada pelo encolhimento dos fundos mútuos livres, os fundos 157 apresentam um comportamento mais estável e com tendência de alta. Como se verá, mais adiante, os fundos 157 desempenharam uma função anticíclica importante, ainda que insuficiente, ao garantir que fluxos de recursos se dirigissem para as bolsas, atuando como uma força contrária à tendência de desvalorização e favorável à liquidez das ações.

**Tabela 1.3 - Evolução do Valor da Carteira dos Fundos Mútuos e Fundos 157**

Valor da Carteira em RS milhões, preços de dez/2002

Deflator: IGP DI

Ano	Fundos 157	Fundos Livres	Índice de Bolsa de Valores - var anual real em %
1967	-	254,29	0,47
1968	-	405,47	39,45
1969	-	1.536,57	176,76
1970	818,58	2.621,59	41,12
1971	1.667,27	8.430,66	179,07
1972	1.213,30	4.896,26	-34,58
1973	1.881,30	3.283,63	-32,49
1974	1.375,68	2.017,54	-28,80
1975	1.882,55	1.591,47	20,76
1976	2.902,05	1.058,14	-14,67
1977	4.030,82	795,75	-15,91
1978	3.679,94	638,61	-13,36
1979	4.570,76	468,86	-41,21
1980	4.202,58	334,21	0,84
1981	4.284,05	276,98	11,68
1982	4.301,43	576,07	-27,90
1983	5.162,28	2.945,18	149,75
1984	6.030,70	5.860,64	87,24

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil, vários números.

No final dos anos 70, com a queda dos volumes aplicados em fundos mútuos, decorrentes em grande medida do declínio do mercado de ações, os fundos voltaram-se crescentemente para a aquisição de títulos de renda fixa. Essa foi a lógica que os fez adquirir debêntures conversíveis, que funcionavam, na prática, como títulos de renda fixa<sup>26</sup>, alterando deliberadamente o seu perfil. Essa inovação operacional foi responsável por parte do crescimento da indústria entre os anos de 1980 e 1983, quando a carteira dos fundos mútuos livres passa de R\$ 395 milhões, em 1980, para R\$ 6.929 milhões, em 1984.

## 5. COMPORTAMENTO DOS FUNDOS 157 E MÚTUOS

O desempenho da indústria de fundos no Brasil, até o começo da década de 1980, deve ser colocado contra o pano de fundo do desenvolvimento minguado das bolsas brasileiras. Em que pese seu expressivo crescimento, em termos de volume, até o ano de 1971, e do crescimento do volume de recursos financiados pela emissão de ações e debentures, após essa data, os mercados de capitais entrarão em decadência, voltando a expressar rápida recuperação apenas com o Plano Cruzado, em 1986 (Tabela 1.4).

<sup>26</sup> As debêntures conversíveis são títulos emitidos pelas empresas que dão ao seu possuidor um rendimento pré-fixado e a possibilidade, no momento do resgate, de adquirir ações dessa empresa.

**Tabela 1.4 - Mercado primário e formação bruta de capital fixo**

R\$ milhões, a preços de dezembro de 2002

Deflator: IGP DI

Ano	FBKf (a)	Mercado Primário		(a)/(b) em %	(a)/(b+c) em %
		Ações (b)	Debêntures (c)		
1967	60.409	***	***		***
1968	78.146	***	***		***
1969	99.893	1.388	31	1,4	1,42
1970	100.322	1.025	217	1,0	1,24
1971	115.529	4.646	4	4,0	4,03
1972	133.622	840	***	0,6	0,63
1973	177.522	710	191	0,4	0,51
1974	211.828	416	117	0,2	0,25
1975	243.807	446	91	0,2	0,22
1976	232.711	849	241	0,4	0,47
1977	244.795	1.045	47	0,4	0,45
1978	263.526	2.961	***	1,1	1,12
1979	246.136	2.702	***	1,1	1,10
1980	254.785	2.910	1.378	1,1	1,68
1981	255.426	1.179	7.046	0,5	3,22
1982	239.868	1.840	6.883	0,8	3,64
1983	140.776	1.012	2.829	0,7	2,73
1984	132.618	2.109	1.194	1,6	2,49
1985	172.057	2.350	461	1,4	1,63
1986	274.437	6.394	738	2,3	2,60
1987	195.002	1.160	81	0,6	0,64
1988	130.918	925	5.687	0,7	5,05
1989	111.246	762	1.494	0,7	2,03
1990	143.732	968	2.126	0,7	2,15

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil

Os dados da **Tabela 1.5** apontam, contudo, para a importância dos fundos no desenvolvimento das bolsas de valores. No ano de 1970 os fundos tiveram seu auge na participação da emissão de ações e debêntures, adquirindo 32,8 % dos novos lançamentos. No ano de 1971, no pico de valorização das bolsas, os fundos 157 aumentaram suas aquisições em 66%, mas outros compradores, dentre os quais possivelmente se encontravam os fundos mútuos livres, ampliaram substancialmente sua participação. Conseqüentemente, os fundos 157 perderam participação relativa, sendo, contudo, ainda responsáveis por mais de 12% dos lançamentos.

Nos anos seguintes, a participação dos fundos 157 aumentou. Esse resultado é devido ao maior volume de recursos desses fundos dirigidos para a aquisição de papéis, mas também

ao desinteresse dos demais investidores nos mercados de ações, por conta da queda dos índices de valorização.

**Tabela 1.5 - Aplicação dos Fundos 157 no Mercado Primário e Secundário**

(em R\$ milhões, valores constantes de dez 2002)

Anos	Mercado Primário		Aquisições dos Fundos 157 no Mercado Primário (c)	(c)/(a)	(c)/(a+b)
	Ações (a)	Debêntures (b)			
1969	1.174	26	280	23,8	23,3
1970	867	183	345	39,8	32,9
1971	3.930	4	479	12,2	12,2
1972	710	0	86	12,1	12,1
Média - 1969 - 1972	1.670	53	149	8,9	20,1
1973	600	161	0	-	-
1974	352	99	0	-	-
1975	377	77	53	14,0	11,6
1976	718	204	269	37,5	29,2
1977	883	40	348	39,4	37,7
1978	2.505	-	371	14,8	14,8
1979	2.285	-	318	13,9	13,9
1980	2.461	1.165	432	17,6	11,9
Média - 1975 - 1980	1.538	371	298	19,4	19,9
1981	997	5.958	112	11,2	1,6
1982	1.556	5.821	102	6,6	1,4
1983	856	2.392	76	8,8	2,3

Nota: \* Dado até novembro de 1972.

Fontes: Para o período 1969 - 1972: Relatórios do Banco Central (dados relativos aos oito maiores fundos). Para o período 1975 - 1980 (Exclusivo 1979): Fundos de Investimentos Fiscais, DEMEC/BACEN (amostra correspondente a 98% do patrimônio líquido de todos os fundos). Para o ano de 1979: Anuário da Bolsa de Valores de São Paulo (dados relativos a 44 fundos).

No que se refere ao papel dos fundos 157 no mercado secundário (Tabela 1.6), o impacto das medidas regulatórias ao longo do período e a redução no ritmo de crescimento dos volumes de operação nas bolsas de valores se fazem sentir. A partir de 1974, os fundos 157 assumem crescente importância no mercado secundário, contrabalançando, ainda que de modo insuficiente, o desinteresse dos demais participantes.

**Tabela 1.6 - Fundos 157 e Mútuos Livres no Mercado Secundário**

(em R\$ milhões de dezembro de 2002)

Ano	Compras em Bolsa <sup>a</sup>		Vendas em Bolsa <sup>a</sup>		Total dos negócios		Movimento da BVRJ + +BOVESPA <sup>b</sup>	Participação dos fundos no Movimento da BVRJ + BOVESPA (%)		Coeficiente de Rotatividade 157
	157	Livres	157	Livres	157	Livres		157	Livres	
1969	227	-	226	-	444	-	7.376	6,02		
1970	448	-	532	-	979	-	11.455	8,55		
1971	907	-	1.287	-	2.194	-	53.754	4,08		
1972	963	2.887	1.832	2.303	2.796	5.190	32.730	8,54	15,9	2,17
<b>Média 1969 - 1972</b>	636	722	969	576	1.603	1.297	26.329	6,17		
1973	-	1.502	-	2.138	-	-	28.086		0,0	
1974	-	284	-	795	-	-	15.882		0,0	
1975	463	229	127	696	-	925	24.116		3,8	
1976	2.237	206	1.492	546	3.729	752	17.344	21,50	4,3	1,12
1977	2.354	196	1.648	367	4.001	564	16.789	23,85	3,4	0,85
1978	2.325	-	2.054	-	4.379	-	16.751	26,14		0,83
1979	2.470	-	1.940	-	4.410	-	15.424	28,49		0,84
1980	1.767	-	1.427	-	3.194	-	11.983	26,65		0,76
<b>Média 1976 - 1980</b>	2.230	-	1.712	-	3.942	-	15.658	26,76		

Nota: O coeficiente de rotatividade foi obtido pela relação entre o total de negócios e o patrimônio líquido dos Fundos Fiscais em cada período.

Fonte: <sup>a</sup>1969 - 1972: Relatório do Banco Central do Brasil (informações para todos os fundos). 1976 - 1980: Fundos de Investimentos Fiscais (informações para todos os fundos). <sup>b</sup>1969 - 1979: Inclui operações à vista e a termo. Boletim do Banco Central do Brasil, vol.17,jan./1981. Para o ano de 1980: Anuário da Comissão Nacional das Bolsas de Valores, 1980.

A **Tabela 1.7** compara o desempenho dos fundos de investimentos contra outros investidores institucionais durante os anos 70. Como se pode observar, frente a eles, os fundos 157 foram ganhando destaque ao longo da década de 70, enquanto os fundos mútuos livres apresentaram um resultado apenas medíocre, quando medido pelo total das aplicações líquidas (subscrições mais compras menos venda de ações em bolsa). Desde 1969, os Fundos Mútuos e 157 tiveram uma participação expressiva nas bolsas, como investidores (exclusive o setor público). Até o ano de 1971 os Fundos apresentaram uma participação ascendente, saindo de 54%, em 1969, para 77%, em 1971. Conforme dito anteriormente, os Fundos Mútuos Livres sempre superaram os Fundos 157 nesse período. Certamente essa ocorrência foi devida ao crescimento, continuado e acelerado, das bolsas, que atraiu cada vez mais recursos de poupadores. Isso é ainda mais importante quando se leva em conta o fato de que o crescimento dos fundos mútuos livres supera mesmo os Fundos 157, que também apresentaram um crescimento expressivo, determinado pelo afluxo de recursos oriundos dos incentivos legais. Significa que as bolsas atraíam aplicações voluntárias, a despeito de sua reorganização recente e da sua alegada ausência na cultura dos investidores.

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. Esse movimento é, parcialmente, compensado pela expansão das atividades dos fundos 157, em termos relativos, até 1974. De 1975 em diante, outros investidores institucionais entraram no mercado acionário, reduzindo a participação dos fundos 157.

A partir de 1980, os Fundos 157 passaram por um processo de esvaziamento paulatino, provocado por medidas que: (a) reduziram os montantes, oriundos de abatimentos do imposto de renda, a serem canalizados para as bolsas; (b) liberaram para saque as quotas de pequena monta; (c) determinaram a devolução ao Tesouro recursos não utilizados dentro de prazo estabelecido para compra de ações; e (d) determinaram que, a partir de 1982, os incentivos só fossem dados mediante contrapartida em recursos próprios dos contribuintes. Em 1983, os Fundos 157 sofreram um golpe decisivo quanto à sua viabilidade, face à extinção do incentivo fiscal para a canalização de recursos ao mercado de ações e debêntures, através do DL 2065, de 26/10/1983. Com a interrupção no fluxo de novos recursos aos fundos a partir de 1984, e sendo as cotas resgatáveis em duas parcelas iguais ao fim dos nono e décimo anos, as últimas cotas tornar-se-iam disponíveis aos aplicadores em 1/1/1994.

**Tabela 1.7 - Ingresso Líquido de Recursos de Investidores Institucionais no Mercado Acionário**

R\$ milhões constantes (dez/2002)

Deflatores: IGP-DI

Investidores	Anos																					
	1969		1970		1971		1972		1973		1974		1975		1976		1977		1978		1979	
	Valor	%																				
Fundos de Investimento	49	54,0	56	96,3	315	84,1	105	50,8	72	43,3	77	39,4	-5	-1,8	115	10,8	244	17,7	186	13,1	544	23,2
Fundos 157	13	14,8	19	33,4	13	3,5	36	17,3	119	71,2	133	68,4	66	23,6	188	17,7	290	21,1	214	15,1	587	25,1
Fundos Mútuos	35	39,3	37	62,9	302	80,6	70	33,5	-47	-27,9	-56	-28,9	-71	-25,3	-73	-6,8	-46	-3,3	-28	-2,0	-43	-1,9
Fundos 1.401	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14	4,9	22	2,1	12	0,9	18	1,3	-	-
Seguradoras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23	8,3	93	8,7	149	10,8	230	16,1	439	18,7
FINOR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	251	23,7	250	18,1	328	23,0	208	8,9
FISET- Turismo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12	1,2	7	0,5	-6	-0,4	-3	-0,1
FISET- Pesca	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11	1,0	2	0,1	-2	-0,1	-1	-0,1
Embramec	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14	4,9	62	5,8	52	3,8	88	6,1	137	5,8
IBRASA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	2,9	47	16,7	44	4,2	59	4,2	9	0,6	-	-
FIBASE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	1,2	6	2,1	13	1,2	11	0,8	33	2,3	75	3,2
Bancos Estaduais de Desenvolvimento	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	0,8	2	0,5	5	0,4	19	1,4	7	0,5	35	1,5
Banco do Brasil	8	8,7	-33	-56,6	-36	-9,6	40	19,3	2	1,2	1	0,3	29	10,2	36	3,4	154	11,2	197	13,8	4	0,2
BNDE	-	-	-	-	-	-	4	1,9	-	-	-	-	6	2,1	2	0,2	-	-	-14	-1,0	-	-
PIS/PASEP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18	1,7	-	-	12	0,9	5	0,2
Outros	34	37,2	35	60,3	95	25,5	58	28,0	93	55,5	108	55,4	146	52,0	377	35,5	419	30,4	339	23,8	899	38,4
<b>Total, exclusive setor público</b>	90	100,0	58	100,0	374	100,0	208	100,0	167	100,0	195	100,0	282	100,0	1.062	100,0	1.378	100,0	1.424	100,0	2.341	100,0
Setor Público	199	221,3	211	362,1	500	133,7	549	264,3	633	379,2	942	482,9	1310	465,1	2383	224,5	2567	186,3	2373	166,6	1395	59,6
<b>Total</b>	289	321,3	269	462,1	875	233,7	757	364,3	800	479,2	1.137	582,9	1.592	565,1	3.444	324,5	3.945	286,3	3.797	266,6	3.736	159,6

Notas: <sup>a</sup>Somente 11 meses. <sup>b</sup>Deflatores: Índices Geral de Preços, Disponibilidade Interna. Os percentuais referem-se à razão entre o ingresso líquido por rubrica e o total exclusive setor público

Fontes: " Mercado Primário de Ações no Brasil", Ness, W. L. e Pereira, R. F., IBMEC.

Os efeitos sobre os fundos de investimento não foram desprezíveis. Em 1981, a carteira dos fundos 157 (R\$ 429.267) respondia, aproximadamente, por 24,5% da carteira dos investidores institucionais<sup>27</sup>, enquanto os fundos mútuos livres, com uma carteira de, aproximadamente R\$ 31.956 mil, em valores de dezembro de 2002, representavam algo em torno de 1,6%. Em 1984, ano em que os Fundos 157 deixaram de receber subsídios, a carteira (R\$ 695.699) passou a representar apenas 15,7% dos investidores institucionais, participação semelhante à atingida pelos fundos mútuos livres (15,3%).

Os dados acima demonstram não somente um menor ritmo de crescimento dos fundos 157 frente aos demais investidores institucionais, como também um aumento expressivo dos fundos livres. Esse movimento é explicado pelo redirecionamento da carteira desses fundos para a renda fixa.

Os fundos mútuos livres, em 1980 detinham, aproximadamente, 3,2% de títulos públicos em carteira. Em 1983, a participação desses títulos havia chegado a 11,8% e, um ano depois, a 59,1%. Esse movimento também foi acompanhado pela redução da carteira de ações e aumento da participação das debêntures. Em 1980, as ações ocupavam 87,7% da carteira dos fundos livres. Em 1983 apenas 8,1% e, em 1984, 7,4%. Em 1980, as debêntures ocupavam cerca de 6,1% da carteira. Em 1983, alcançavam 72,8%. Esse movimento reflete o interesse dos fundos livres em papéis cujo perfil fosse de renda fixa. No ano seguinte, contudo, as debêntures caem para 32,0%, abrindo espaço para os títulos públicos federais, em sua maioria (vide Tabelas 1.8, 1.9, 1.10 e 1.11).

Esse movimento anuncia o final da segunda fase da indústria de fundos. Esta fase tem início com a queda das bolsas e se desdobra com a redução da importância dos fundos mútuos livres frente aos fundos 157. Seu término é, exatamente, o momento de renascimento dos fundos mútuos livres, não mais como fundos de ações, mas como fundos de renda fixa e com o final dos fundos 157.

As estatísticas sobre os fundos 157 deixam de ser publicadas a partir de 1985, por efeito da Resolução 1023, de 5/6/1985, que determinou a incorporação ou transformação desses fundos em fundos de ações. Ainda em 1984, os fundos 157 desempenham um papel importante como detentores de ações e debêntures. Enquanto em 1981 as ações e debêntures equivalem a 44,81% do total mantido em carteira pelos investidores institucionais, em 1984 esse montante se vê reduzido para 30,32%, ainda que sua carteira cresça em termos reais. Já os fundos livres, como foi visto, mantêm-se como vendedores líquidos de ações em prol da aquisição de dívida pública mobiliária federal.

Como se observou, o valor total dos recursos aplicados na indústria de fundos, considerada sua crescente importância até 1971, não chegou, como se viu, a representar um volume expressivo. Apenas quando comparados aos volumes apresentados pelo mercado de ações, no Brasil, os fundos 157 e livres representaram desempenho significativo, em épocas distintas. Os fundos mútuos livres têm seu auge antes da crise da bolsa, quando os

---

<sup>27</sup> Incluem-se entidades de previdência privada, fundos fiscais 157, seguradoras, fundos mútuos de investimento, entidades de previdência privada aberta, sociedades de investimento DL 1401.

rendimentos com ações superavam em muito os demais ativos. A partir daí, os fundos mútuos livres cedem espaço para os fundos 157, cuja fonte de recursos é oriunda de incentivos fiscais, e não um ato voluntário de poupança individual. Algumas explicações para esse fato se relacionam com aspectos culturais, institucionais e com a eficiência na gestão dos fundos.

**Tabela 1.8 - Fundos Mútuos Livres - Carteira de Títulos**

Saldos em R\$ milhões, a preços de dezembro de 2002 (IGP DI)

Carteira	Investidores									
	Fundos Mútuos Livres									
	1980		1981		1982		1983		1984	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Ações e Debêntures	292	94	243	88	492	85	2.386	81	2.310	39
Ações	273	88	175	63	92	16	240	8	435	7
Debêntures	19	6	68	25	400	69	2.146	73	1.874	32
Títulos Públicos	10	3	18	7	52	9	349	12	3.462	59
LTN	7	2	16	6	6	1	24	1	1.234	21
ORTN	3	1	2	1	46	8	302	10	2.183	37
Depósito a Prazo	27	9	17	6	33	6	207	7	44	1
Letras de Câmbio	2	0	0	0	0	0	3	0	90	2
Letras Imobiliárias	0		0		0		0		0	
Cédulas Hipotecárias	0		0		0		0		0	
Operações Compromissadas	0		0		0		0		0	
Outros	0		0		0		0		0	
Total	312	100	277	100	576	100	2949	100	5861	100

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil - Diversos Números

**Tabela 1.9 - Fundos 157 - Composição e Volume das Carteiras**

Saldos em R\$ milhões, a preços de dezembro de 2002 (IGP DI)

Carteira	Investidores									
	Fundos 157									
	1980		1981		1982		1983		1984	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Ações e Debêntures	3.897	92,72	3.880	90,56	3.926	91,27	4.900	94,93	5.674	94,09
Ações	-		3.181	74	2.736	64	3.871	75	5.224	86,63
Debêntures	-		699	16,30	1.190	27,67	1.029	19,94	450	7,46
Títulos Públicos	306	7,28	405	9,44	376	8,73	262	5,07	357	5,91
LTN	306	7,28	405	9,44	376	8,73	262	5,07	357	5,91
ORTN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depósito a Prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Letras de Câmbio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Letras Imobiliárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cédulas Hipotecárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Operações Compromissadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	4.203	100,00	4.284	100,00	4.301	100,00	5.162	100,00	6.031	100,00

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil - Diversos Números

**Tabela 1.10 - Participação Relativa dos Fundos Mútuos Livres no Total da Carteira dos Investidores Institucionais**

Carteira	1981	1982	1983	1984
	%	%	%	%
Ações e Debêntures	2,37	4,14	12,70	10,44
Ações				
Debêntures				
Títulos Públicos	0,31	0,54	3,31	19,22
LTN	1,94	0,75	4,16	60,80
ORTN	0,04	0,78	4,27	16,47
Depósito a Prazo	0,53	0,84	4,98	1,96
Letras de Câmbio	0,35	0,26	1,94	75,35
Letras Imobiliárias	0,00	0,00	0,00	0,00
Cédulas Hipotecárias				
Operações Compromissadas				
Outros	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	1,34	2,14	8,40	12,96

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil – Diversos Números

**Tabela 1.11 - Participação Relativa dos Fundos 157 no Total dos Investidores Institucionais**

Carteira	1981	1982	1983	1984
	%	%	%	%
Ações e Debêntures	37,90	33,03	26,08	25,64
Ações				
Debêntures				
Títulos Públicos	6,86	3,92	2,48	1,98
LTN	49,96	50,74	45,92	17,56
ORTN	0,00	0,00	0,00	0,00
Depósito a Prazo	0,00	0,00	0,00	0,00
Letras de Câmbio	0,00	0,00	0,00	0,00
Letras Imobiliárias	0,00	0,00	0,00	0,00
Cédulas Hipotecárias				
Operações Compromissadas				
Outros	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	20,75	15,99	14,70	13,34

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil – Diversos Números

Do ponto de vista dos aspectos culturais, Melo (1978) ressalta o papel do desconhecimento do mercado de capitais e dos aspectos operacionais dos fundos (em especial, dos fundos 157) como o principal elemento que opera no sentido de afastar aplicadores. Do

ponto de vista institucional, a falta de transparência nas informações sobre as empresas e sobre os fundos é um fator que pode ter afastado poupadores desta modalidade de investimento. A fiscalização dos fundos de ações, por exemplo, não evitou a ocorrência de operações que visavam produzir uma alta artificial no valor das cotas dos fundos. Ainda que não haja registro oficial, os jornais da época denunciavam uma operação conhecida pela alcunha de “troca de chumbo”. A troca de chumbo consistia na compra cruzada de ações entre fundos de investimento, visando valorizar os papéis dos respectivos fundos. Essa operação, em geral realizada no final do ano, provocava rápida valorização das cotas, visando atrair novos clientes, uma vez que a prática de divulgação da rentabilidade dos fundos era a comparação do valor da cota em um ano. Contudo, essa valorização não refletia o comportamento do mercado, se revertendo, necessariamente, em perdas nos momentos seguintes.

Adicione-se a esses fatores a evidência recolhida por análises empíricas, dentre as quais pode-se citar Vital (1973), Contador (1975) e Brito e Neves (1984), que cobrem o desempenho da indústria de fundos entre os anos de 1969 até 1981. Segundo esses estudos, o desempenho dos fundos foi, de um modo geral, ruim, seja do ponto de vista da comparação com as demais alternativas de financiamento, seja em comparação com o desempenho dos índices de bolsa de valores. Sugere-se que parte da ineficiência se deve aos fatores anteriormente listados, mas, de todo modo, o baixo rendimento desses fundos não representaria fator de atração para o investidor.

Os aspectos levantados acima indicam que uma política de educação sobre o funcionamento dos mercados de capitais e sobre as operações dos fundos poderia aumentar sua atratividade. Do mesmo modo, o fortalecimento da legislação sobre a transparência das operações e da fiscalização sobre suas atividades viria reforçar o mercado de capitais e a indústria de fundos, induzindo, inclusive, o investimento no aperfeiçoamento da gestão dos fundos. Para que esse esforço pudesse render frutos, contudo, os fundos deveriam ganhar maior liberdade para gerir seus ativos com o objetivo de atingir uma diversificação mais eficiente, e não ficarem atrelados à obrigação de pulverizar sua carteira segundo as regras legais.

Nesse sentido, uma crítica poderia ser endereçada à Comissão de Valores Mobiliários, criada no ano de 1976. Essa instituição, responsável pelo aperfeiçoamento da supervisão e fiscalização das operações envolvendo os mercados de capitais, não foi capaz de desenvolver programas educacionais de grande alcance nem produzir regras para a indústria de fundos de investimento que os induzissem e lhes permitissem diversificar de modo eficiente suas carteiras.

Contudo, é razoável admitir que a irrupção de uma crise especulativa nas bolsas tenha levado a uma fuga dos fundos livres. Por sua vez, a erupção de desequilíbrios macroeconômicos no Brasil parece ter sido responsável pela estagnação das bolsas e pela trajetória de decadência dos fundos. Sendo assim, é discutível que o aperfeiçoamento da regulação das bolsas e uma campanha de educação pública pudessem reverter a situação das bolsas.

## 6. DESENVOLVIMENTO DO OPEN MARKET E O NASCIMENTO DOS FUNDOS DE RENDA FIXA NO BRASIL

A partir do final do milagre econômico, já era possível perceber desequilíbrios importantes na economia. A generalização do mecanismo da correção monetária, especialmente no que se refere a salários e câmbio; o aumento do déficit e dívida internos e o aumento da dívida externa se agravariam a partir de 1974, como resultado do choque do petróleo e das políticas econômicas conduzidas a partir daí.

Um dos fatores responsáveis pelo agravamento de desequilíbrios macroeconômicos foi a difusão da correção monetária. A correção monetária foi um mecanismo desenvolvido para que o país pudesse conviver com a inflação. Contudo, seria imprescindível que a correção monetária não se transformasse em mecanismo de perpetuação da inflação. Para tanto, ela não poderia ser empregada como fator de correção de preços fundamentais na economia, tais como salários e câmbio<sup>28</sup>. 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.

Até o choque do petróleo, contudo, os efeitos da difusão da correção monetária pelos contratos não se fizeram sentir, especialmente por conta da aceleração do crescimento. Entretanto, os efeitos da correção monetária vão ganhar destaque a partir de 1974, com o aumento da inflação e o agravamento do desequilíbrio das contas públicas.

Com o choque do petróleo, a deterioração dos termos de troca e o início da recessão mundial, o governo brasileiro adotou uma estratégia de ajustamento com endividamento, materializados no II PND. A idéia era completar a estrutura industrial substituindo importações.

Em meio à retomada da inflação, a estratégia combinou, por diversas razões, o crescimento do investimento privado, nacional e estrangeiro, e o investimento público através do financiamento externo e do déficit público. Os efeitos inflacionários que poderiam advir de uma estratégia de expansão nessas circunstâncias foram remediados por meio de uma política monetária restritiva, voltada para o controle da demanda agregada. Entretanto, é importante destacar que a política monetária restritiva pretendia também outros objetivos.

A política controle dos meios de pagamento e de juros elevados, além de visar a redução do grau de absorção interna para combater a inflação, funcionava para: (a) estimular a colocação de dívida pública para o financiar o déficit público, originado pelos subsídios fiscais e creditícios, pelo acúmulo de reservas e, em grau de importância crescente, pelos juros da própria dívida; e (b) incentivar a captação de financiamento externo.

---

<sup>28</sup> Ver: Simonsen (1995) para uma descrição do processo de indexação de economia brasileira nos 30 anos seguintes à criação da correção monetária.

Nesse contexto, a taxa de juros foi ganhando status de variável econômica chave. 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 com ORTNs e com LTNs 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.

Desde a reforma do sistema financeiro, o governo criou dois títulos públicos, a ORTN e a LTN para, respectivamente, financiar os gastos do governo e para o controle da liquidez através de operações de open market. As ORTNs, criadas em 1964, 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. Em 1969, para estimular a criação de um mercado secundário de ORTNs, o governo autorizou a sua emissão com prazo decorrido.

Em 1970 o governo cria a Letra do Tesouro Nacional (LTNs), que eram títulos pré-fixados, 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, a saber, o depósito compulsório e o redesconto. Para garantir a criação de um mercado de LTNs foram também criados mecanismos de absorção compulsória e voluntária, dentre os quais a possibilidade de serem empregadas como reservas de segunda linha foi um atrativo muito valorizado. Em 1971, foi permitida a transação de LTNs entre instituições financeiras com liquidação através do uso das contas de compensação do Banco do Brasil. Com essa medida, o governo institucionalizou o mercado de reservas entre os bancos e conferiu às LTNs o posto de reserva.

Até 1974, com a inflação sobre controle, esses papéis não atraíam as aplicações das instituições financeiras, sendo predominantes as operações pré-fixadas voltadas para o financiamento do giro das empresas, no caso dos bancos comerciais. Com a eclosão da crise do milagre, caracterizada pela perda de dinamismo e retorno da inflação, e a resposta governamental em termos de política econômica os títulos públicos ganharam importância. A elevação dos juros juntamente com a preocupação em manter taxas elevadas de crescimento, através de uma política fiscal expansionista, induziu a busca por aplicações lastreadas em títulos públicos indexados (ORTNs) e por títulos com juros elevados e de curto prazo (LTNs). 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, da manutenção de reservas livres.

A evolução posterior dos mecanismos no mercado de títulos públicos e o agravamento da situação macroeconômica vão aprofundando, por toda a década de 70, essa tendência. Do ponto de vista das mudanças institucionais, a regulamentação da carta de recompra através da resolução 366/76, que permitia que instituições financeiras vendessem títulos com a obrigação de recomprá-los, em data futura, agilizaram o mercado de reservas ao permitir seu ajustamento de modo mais preciso. Em 1979, o Banco Central do Brasil, em parceria com a ANDIMA, criou a SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), que permitiu que a negociação de

títulos se desse sob forma escritural, com liquidação através das contas de reservas dos bancos, eliminando a necessidade do cheque administrativo. Esses mecanismos tornaram extremamente confortável a aquisição de títulos públicos, uma vez que esses adquiriram uma liquidez extraordinária e propiciavam proteção contra a inflação.

Nos anos 80, especialmente depois da moratória mexicana de 1982, que marca o início da crise da dívida, a inflação atinge níveis muito mais elevados, a dívida pública – externa e interna - mantém-se em trajetória ascendente e a taxa de crescimento do PIB passa a oscilar mais em torno de uma média muito baixa, ainda mais quando colocada de encontro ao retrospecto recente do crescimento econômico brasileiro. Em consequência desse acúmulo de desequilíbrios macroeconômicos e, a despeito das medidas de combate da inflação, de natureza heterodoxa e ortodoxa, o vigor da aceleração do nível geral de preços tornou as operações de open market 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.

Nesse contexto, os bancos brasileiros se especializaram no desenvolvimento de aplicações financeiras que passaram a ser chamadas de moeda indexada, isto é, ativos líquidos protegidos automaticamente da inflação. Dentre elas, passaram a figurar fundos de renda fixa combinados com depósitos à vista.

#### 6.1. A indústria de fundos de renda fixa no Brasil

O marco institucional que cria formalmente a indústria de renda fixa no Brasil é estabelecido a partir o ano de 1985, com destaque para as resoluções número 1022 e 1023, ambas de 5/6/1985. A primeira estabeleceu nova regulamentação para os fundos mútuos de investimento e a outra determinou que os fundos 157 fossem transformados ou incorporados a um fundo mútuo de ações.

A nova regulamentação criou duas categorias distintas de fundos: a) fundos mútuos de ações, cuja principal exigência é a aplicação em ações de, no mínimo, 70% de suas carteiras; b) fundos mútuos de renda fixa, cuja característica básica é a total aplicação dos recursos que compõem suas carteiras em títulos de renda fixa.

Com o desmembramento da indústria de fundos em renda fixa e ações, depois de incorporados os dados dos fundos 157 no agregado “fundos de ações”, os fundos de renda fixa tornam-se o segundo maior investidor institucional em termos de carteira, com R\$ 13.585 milhões (a preços de dezembro de 2002), ficando apenas atrás dos fundos de previdência privada fechada. Ainda em 1985, os fundos de renda fixa tornam-se, ainda, o segundo investidor institucional em termos de carteira de títulos públicos, com R\$ 11.895 milhões (a preços de dezembro de 2002), concentrando suas aplicações basicamente em ORTNs. Esse montante equivalia a aproximadamente 38,5% dos títulos públicos em poder dos investidores institucionais e a mais de 7% do total da dívida pública mobiliária fora do Banco Central.

**Tabela 1.12 - Dívida Pública Mobiliária fora do Banco Central - Participação dos Fundos de Renda Fixa**

R\$ milhões, constantes (dezembro de 2002)  
Deflator: IGP-DI

Ano	Divida Pública Mobiliária Federal			(b)/(a) %	(c)/(a) %
	Fora do Banco Central (a)	Em carteira dos Fundos de Renda Fixa (b)	Em carteira dos Fundos de Curto Prazo (c)		
1980	52.704	12		0,02	
1981	94.353	21		0,02	
1982	105.944	61		0,06	
1983	66.672	413		0,62	
1984	114.764	4.093		3,57	
1985	166.774	11.895		7,13	
1986	140.434	1.095		0,78	
1987	173.751	709	17.708	0,41	10,19
1988	210.048	5.300	39.700	2,52	18,90

Fonte: Relatório Anual do Banco Central, vários números.

Quanto ao segmento de fundos de ações, esses foram ultrapassados pelos fundos de renda fixa em termos do valor da carteira, revelando uma maior preferência do público por papéis de menor risco. De outro lado, os fundos de ações ainda mantinham sua posição como o segundo maior investidor institucional em ações, contudo, perdendo espaço para os fundos de previdência privada. Em 1982, os fundos fiscais detinham um volume de ações 50% superior ao dos fundos de previdência privada. Em 1985, esse número se inverteu: os fundos de previdência é que passaram a deter 50% a mais em ações do que os fundos mútuos. Esse dado é mais um indicador da perda de importância desses fundos, um recurso empregado voluntariamente em ações, como fonte de recursos para o fortalecimento das bolsas (conferir **Tabelas 1.13 e 1.14**).

Essa situação favorável à renda fixa sofre uma interrupção em 1986, por causa dos efeitos do Plano Cruzado sobre os rendimentos nominais dos títulos de renda fixa e sobre a bolsa. Em março de 1986, o país experimenta o primeiro de uma série de planos econômicos heterodoxos, que tinha como pilar o congelamento de preços e a introdução de métodos de desindexação, tais como a introdução da tablita e a mudança de índice de oficial de inflação, com interrupção da publicação do índice anteriormente empregado. A elevação das bolsas, resultada, possivelmente, uma combinação da suspensão da ilusão inflacionária e – manifesta na queda do rendimento nominal das aplicações financeiras - com a melhoria das perspectivas para a economia brasileira, provocou certa euforia para o segmento dos fundos de ações. A carteira dos fundos de ações chegara, no final de 1986, à casa dos R\$ 12.359 milhões, enquanto os fundos de renda fixa apresentaram um expressivo recuo, saindo de R\$ 13.585 milhões, em dezembro de 1985, para a casa dos R\$ 5.024 milhões em dezembro de 1986.

**Tabela 1.13 - Fundo de Ações - Composição e Volume da Carteira**

Saldos em R\$ milhões (preços de dezembro de 2002 - IGP DI)

Carteira	Fundos de Ações									
	1984		1985		1986**		1987		1988	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Ações e Debêntures	7.111	93,73	10.879	93,83	10.203	82,55	2.560	74,14	3.425	87,56
Ações	6.564	86,52	10.711	92,39	10.138	82,02	2.547	73,75	3.409	87,15
Debentures	547	7,21	168	1,45	65	0,53	13	0,39	16	0,41
Títulos Públicos	456	6,01	689	5,94	2.120	17,16	527	15,27	360	9,20
LTN	426	5,61	86	0,74	1.895	15,33	0	0,00	0	0,00
ORTN	30	0,40	603	5,20	213	1,73	0	0,00	0	0,00
Depósito a Prazo	0	0,00	24	0,21	29	0,23	10	0,29	0	0,00
Letras de Câmbio	0	0,00	0	0,00	2	0,02	0	0,00	0	0,00
Letras Imobiliárias	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Cédulas Hipotecárias	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Operações Compromissadas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	120	3,06
Outros	0	0,00	2	0,02	5	0,04	4	0,12	0	0,00
<b>Total</b>	<b>7.587</b>	<b>100,00</b>	<b>11.594</b>	<b>100,00</b>	<b>12.359</b>	<b>100,00</b>	<b>3.453</b>	<b>100,00</b>	<b>3.911</b>	<b>100,00</b>

Notas: \* A partir de 1984 os Fundos Fiscais 157 Foram Incorporados ou Transformados em Fundos Mútuos de Ações.

\*\*Em 1986 é criada a LBC (Letras do Banco Central) e a ORTN passa a ser OTN.

\*\*\* Valores somados das LTNs e das LBC, a partir dessa data, 1986.

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil - Diversos Números

**Tabela 1.14 Fundo de Renda Fixa - Composição e Volume da Carteira**

Saldos em R\$ milhões (preços de dezembro de 2002 - IGP DI)

Carteira	Investidores									
	Fundos de Renda Fixa									
	1984*		1985		1986		1987		1988	
Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
Ações e Debêntures	2.309	35,68	1.060	7,80	404	8,04	65	1,27	306	4,03
Ações	108	1,67	32	0,24	13	0,26	1	0,02	0	0,00
Debêntures	2.201	34,01	1.028	7,57	391	7,77	63	1,25	306	4,03
Títulos Públicos	4.058	62,71	11.895	87,56	1.095	21,79	508	9,97	4.751	62,59
LTN	1.453	22,45	75	0,56	615	12,23	-	-	-	-
ORTN	2.553	39,46	11.813	86,96	458	9,12	-	-	-	-
Depósito a Prazo	104	1,60	579	4,26	3.048	60,67	3.950	77,57	1.820	23,97
Letras de Câmbio	-	-	26	0,19	493	9,81	305	5,99	139	1,83
Letras Imobiliárias	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-
Cédulas Hipotecárias	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-
Operações Compromissadas	-	-	-	-	-	-	201	3,94	549	7,23
Outros	-	-	1	0,00	0	0,01	55	1,08	0	-
<b>Total</b>	<b>6.471</b>	<b>100,00</b>	<b>13.585</b>	<b>100,00</b>	<b>5.024</b>	<b>100,00</b>	<b>5.092</b>	<b>100,00</b>	<b>7.591</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil - Diversos Números

É importante notar que os bons resultados alcançados no início do Plano Cruzado em termos de controle de preços e aquecimento da atividade econômica provocaram aumento na demanda de M1. E ao menos uma parte desse aumento foi atendida por meio de transferências de fundos, voltados para aplicações de curto prazo, para depósitos à vista.

Assim, tanto os bons resultados obtidos nos mercados de ações como a maior demanda por recursos transacionais colaboraram para que os fundos de renda fixa perdessem volume, boa parte dos quais migrou para depósitos à vista (o montante equivalente aos saldos transacionais) e parte para fundos de ações (o equivalente aos saldos de poupança financeira).

Em 1987, com o retorno da inflação, os fundos de renda fixa obtiveram maior liberdade em suas aplicações, através da Resolução 1.286, de 30/03/1987, que lhes permitiu maior flexibilidade e competitividade frente a alternativas de aplicação financeira. Contudo, as grandes vedetes do mercado foram os fundos de investimento de curto prazo, criados ainda em dezembro de 1986. Vários foram os motivos pelos quais esses fundos ganharam ampla aceitação no mercado.

Em primeiro lugar, eram compostos basicamente por títulos do governo e tinham liquidez e rentabilidade diária. Em segundo lugar, os fundos de curto prazo eram ao portador, o que permitia aplicações financeiras sob a proteção do anonimato. Essas duas características tornaram o produto um concorrente para os ativos reais, especialmente o dólar, e também para os depósitos de overnight e contas remuneradas<sup>29</sup>, pelo fato de que os fundos poderiam combinar títulos públicos com CDBs, obtendo melhores retornos.

Os fundos de curto prazo, de outro lado, se constituíram em excelente canal para a colocação de títulos públicos, dada a demanda que se estabeleceu por esse tipo de fundo. Esse fato auxiliou a execução da política monetária de curto prazo do governo, ainda que às custas de aumento no endividamento interno e da progressiva endogenização da oferta de moeda. De fato, esses fundos foram responsáveis por quase toda a demanda de títulos públicos federais junto aos investidores institucionais e responderam por aproximadamente 1/4 do valor das carteiras, equivalendo, aproximadamente, ao triplo do volume dos fundos de renda fixa.

A partir de então, os recém-criados fundos de curto prazo, passam a fazer parte do rol de produtos financeiros líquidos à disposição dos clientes dos bancos, dando início a um boom na indústria de fundos. Vai desaparecendo a distinção entre a poupança e os saldos transacionais promovida pela insistência dos desequilíbrios macroeconômicos, pela evolução mecanismos do *open market* e pela criatividade e sofisticação das instituições financeiras na oferta de opções de aplicação financeira extremamente líquidas. Destaca-se, entre essas aplicações financeiras, a profusão de depósitos à vista remunerados, com lastros em fundos de

---

<sup>29</sup> A conta remunerada foi uma inovação financeira lançada pelo Bamerindus, em 1987, que popularizou o acesso aos rendimentos de *overnight*. Por meio da conta remunerada, os saldos diários dos depósitos à vista que ultrapassassem certo limite pré-acordado entre a agência bancária e o cliente seriam aplicados, automaticamente, em operações de *over* (ver, a esse respeito, Alves Jr., 1993). A partir daí, os bancos passaram a desenvolver diversas alternativas de aplicações automáticas dos saldos dos depósitos, entre as quais encontravam-se as aplicações automáticas em fundos.

investimento, em especial, fundos de renda fixa e de curto prazo, ou nas operações de *overnight*.

Estabelece-se firmemente a tendência dos fundos se tornarem quase-moedas. Essa tendência se reflete na queda dos valores em carteira dos fundos de ações e na expansão dos fundos de renda fixa. A elevação da inflação em meio a um ambiente macroeconômico muito instável afasta progressivamente o poupador brasileiro das aplicações financeiras que envolvam compra de ações e o aproxima das operações com títulos públicos. As operações com títulos públicos, mediadas pelo sistema financeiro, garantem ao poupador proteção contra a inflação, mesmo que de modo parcial, e permitem-lhe manter seus recursos líquidos em um ambiente inflacionário. Como resultado, os fundos de curto prazo atravessam uma fase de crescimento expressivo, passando a responder por cerca de 80% das carteiras dos fundos em 1989.

O início do ano de 1989 testemunha o lançamento de mais um plano de combate à inflação, o Plano Verão. Dentre seus componentes, estavam presentes a desindexação da economia, o congelamento de preços, o corte dos três zeros e a mudança de moeda. Todos eles elementos constituintes de planos anteriores. 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.

Como reflexo dessas medidas, os fundos de curto prazo ultrapassaram o M1, chegando a 40% dos saldos em cadernetas de poupança, como mostram os dados da ANBID e do Banco Central, para o ano de 1989 (ver Tabela 1. 15). Esse movimento reflete uma substituição de haveres financeiros destinados a transações (M1 por fundos de curto prazo) e destinados a reservas financeiras (depósitos de poupança por fundos de curto prazo e fundos de renda fixa) por quase-moedas.

Deve-se notar que em um ambiente de extremada incerteza não só quanto ao nível de renda, mas quanto ao ritmo de expansão dos preços e quanto à capacidade dos indexadores de captar a inflação corrente, a preferência pela liquidez se manifestou na concentração de recursos sobre os fundos de curto prazo. Assim, enquanto o patrimônio dos fundos de renda fixa atinge, no final de 1989, a casa dos R\$ 7.022 milhões, os fundos de curto prazo chegam aos R\$ 69.042 milhões (mais que o dobro do estoque de M1, avaliado em, aproximadamente, R\$ 30.841 milhões), em uma indústria que totalizava R\$ 79.722 bilhões.

Essa tendência à criação de quase-moedas vai se defrontar pela primeira vez com um obstáculo institucional, em março de 1990, quando o novo governo lança um plano voltado para o combate à inflação, que, a essa altura, ultrapassava a casa dos 80% ao mês.

O Governo Collor lança, em março de 1990, um plano de combate à inflação que traz como novidade o bloqueio de ativos financeiros. A idéia por detrás dessa medida se origina do diagnóstico de que o grande montante de ativos líquidos, ou quase-moedas impunha crescente endogeneidade à oferta de moeda.

O crescente volume de dívida pública indexada e/ou de curtíssimo prazo, associada diretamente a saldos transacionais através da difusão das quase-moedas tornava o M4 uma

função da inflação. Além disso, a perspectiva de que os agentes econômicos não mais pudessem ser incentivados a manter seus estoques monetários longe dos ativos reais promoveria elevações especulativas de preços. Desse modo, a expectativa de conversão do M4 em direção a ativos reais figurou como um dos componentes mais importantes da escalada inflacionária nesse período. Frente a esse diagnóstico, a contenção do crescimento dos ativos monetários (M4), através de seu alongamento compulsório, foi o método adotado de combate à inflação, visando eliminar a sua principal causa.

Como resultado do Plano Collor, aproximadamente 75% dos ativos, inclusive depósitos à vista, foram bloqueados e a economia foi arremessada em uma conjuntura fortemente recessiva. O efeito das medidas da política econômica sobre a inflação, nos primeiros meses, foi significativo. Contudo, os efeitos foram se dissipando progressivamente e apontaram para a ineficácia das medidas adotadas para combater a inflação.

**Tabela 1.15 - Principais Haveres Financeiros**

R\$ milhões, valores constantes (dez/2002)

deflador: IGP-DI

Ano	M1 (a)	Caderneta de Poupança (b)	Depósitos a Prazo (c)	Fundos 157 (d)	Fundos Mútuos Livres (e)	Fundos de Ações (d)	Fundos de Renda Fixa (e)	Fundos de Curto Prazo (e)	Total da Indústria de Fundos (d) + (e) = (f)	(f)/(a) %	(f)/(b) %	(f)/(c) %
1980	102.521	70.689	45.885	4.203	334	-	-	-	4.537	4,4	6,4	9,9
1981	92.070	91.378	57.374	4.284	277	-	-	-	4.561	5,0	5,0	7,9
1982	78.566	103.906	65.260	4.301	576	-	-	-	4.878	6,2	4,7	7,5
1983	48.651	108.430	55.488	5.162	2.945	-	-	-	8.107	16,7	7,5	14,6
1984	50.648	114.305	71.783	-	-	6.417	5.473	-	11.890	23,5	10,4	16,6
1985	61.099	118.751	81.390	-	-	9.805	11.489	-	21.294	34,9	17,9	26,2
1986	150.598	109.058	96.404	-	-	10.453	4.249	-	14.702	9,8	13,5	15,3
1987	66.396	141.664	61.599	-	-	2.920	4.306	15.113	22.339	33,6	15,8	36,3
1988	39.126	146.558	61.990	-	-	3.308	6.420	34.625	44.353	113,4	30,3	71,5
1989	30.841	96.489	50.236	-	-	3.708	7.022	69.042	79.772	258,7	82,7	158,8
1990	47.643	44.963	50.958	-	-	945	1.349	21.151	23.445	49,2	52,1	46,0

Nota: (!) Até 1985, valores em Cr\$ milhões; de 1986 até 1988, em Cz\$ milhões; de 1989 até 1991, CzN\$ milhões. (2) Os saldos dos fundos para os anos de 1989 e 1990 foram extraídos de ZIBECCHI (1998). Os valores, saldos de final de período dividido pelo valor do dólar de fechamento, foram multiplicados pelo dólar de fechamento do último dia do mês para que se obtivesse os valores nominais.

Fonte: Séries Temporais do Banco Central; Boletim do Banco Central, Anbid.

No que se refere aos fundos, além dos efeitos do confisco de ativos financeiros, algumas mudanças na legislação foram implementadas, visando desestimular operações de curtíssimo prazo. Os fundos ao portador foram extintos, assim como as contas remuneradas e

as aplicações automáticas. Instituiu-se, ainda, o IOF sobre estoques de ativos financeiros e sobre as aplicações de curto prazo.

A indústria de fundos mútuos foi fortemente abalada, sendo reduzida logo depois do lançamento do Plano Collor à 20% de sua dimensão imediatamente anterior. Contudo, os volumes dos fundos de curto prazo e os fundos de ações logo começaram a se recuperar, como efeito da maior tributação incidente sobre as aplicações de *overnight* em comparação com os fundos de curto prazo, e da isenção do IOF sobre os fundos de ações. Mesmo assim, ao final de 1990, a indústria apresentava valores, em termos do volume das carteiras, equivalentes a pouco mais de 1/3 aos referentes àqueles registrados no início do ano.

A retomada da inflação e a necessidade de alongar a dívida pública exigiram, então, uma nova ação do governo. Em janeiro de 1991, um novo pacote de medidas foi lançado e seu diagnóstico continuava a identificar o crescimento do estoque de moeda indexada uma fonte inflacionária. Dessa vez, ao invés de um alongamento compulsório do M4, o governo incluiu uma nova regulamentação para a indústria de fundos, assunto que será objeto do próximo capítulo.

## 7. CONCLUSÕES

A despeito de ter iniciado suas atividades ainda nos anos 50, pode-se dizer que a indústria de fundos de investimento somente vai ganhar consistência a partir da reforma institucional do sistema financeiro, nos anos sessenta. Inicialmente, a indústria ocuparia a função de buscar recursos dos poupadores, canalizando-os para as bolsas, com o objetivo de fortalecer as captações de recursos das empresas por meio de ações e debêntures. Tratava-se de fortalecer o mercado de capitais privado nacional e construir mecanismos alternativos de financiamento de longo prazo que não fossem de origem estatal, substituindo o financiamento pela via dos déficits orçamentários e da expansão monetária. De outro lado, o fortalecimento do mercado de capitais oporia uma alternativa ao crédito bancário privado que, tendo em vista seus volumes e prazos reduzidos, fragilizava rapidamente as empresas, em períodos de boom, ou limitava os investimentos à capacidade de autofinanciamento.

Para tanto, foram concedidos vários incentivos de natureza fiscal e, de maneira inovadora, foram constituídos fundos a partir de renúncia fiscal. Os fundos fiscais ou fundos 157, inicialmente, constituíram-se em um incentivo à aplicação de recursos no mercado primário, mas, posteriormente, ampliou suas funções no sentido de contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais. Os objetivos passaram a ser, simultaneamente: (a) capitalizar as empresas através do mercado primário; (b) fortalecer os negócios no mercado secundário, tornando mais líquidos os investimentos em bolsa; e (c) aproximar o poupador dos negócios com ações, contribuindo para superar o desconhecimento sobre o seu funcionamento.

Enquanto as bolsas brasileiras apresentavam bons resultados, estimuladas fortemente pelos próprios incentivos às aplicações - inclusive a criação dos fundos 157 -, pelo crescimento econômico e pelo controle da inflação, os fundos mútuos livres cresceram aceleradamente, atraindo poupadores que buscavam a participação nos lucros das bolsas.

Contudo, depois da crise de 1971, os movimentos voluntários em direção às bolsas declinaram, afetando naturalmente os fundos, o que fica patente ao se observar a redução de sua importância no espectro dos investidores. Na verdade, os fundos mútuos livres passaram a condição de desinvestidores líquidos. A partir desse momento, os fundos 157 desempenharam uma função importante, que foi a de assegurar um fluxo positivo de dinheiro para as bolsas e o carregamento de parte do estoque de ações, minimizando as possibilidades de desvalorização de ativos.

Durante o restante da década de setenta, não houve condições macroeconômicas favoráveis para a valorização das ações. Tanto os desequilíbrios da economia a partir de 1974, cujo marco é a crise do petróleo, bem como a resposta de política econômica no período do II PND, tipificada por expansão fiscal e arrocho monetário, incentivaram crescentemente a demanda por títulos de renda fixa indexados ou de curtíssimo prazo. Ao mesmo tempo, as aplicações em ações, ainda ressentidas da crise de 1971 e fortemente atingidas pela instabilidade macroeconômica, tornaram-se menos interessantes. Nem mesmo o advento da CVM foi capaz de reverter a imagem das bolsas e, por conseguinte, ressuscitar o interesse nas aplicações voluntárias em ações por meio de fundos de investimento.

Assim, no início dos anos 80, os fundos mútuos ainda existentes procuram, explorando os limites estabelecidos pela legislação, converter o seu perfil para um fundo de renda fixa. Os fundos passaram a adquirir títulos públicos até o limite legal e converteram suas aplicações em ações para aplicações em debêntures.

Os anos oitenta testemunham o aprofundamento dos desequilíbrios macroeconômicos da década anterior. O segundo choque do petróleo, em 1979, e a crise da dívida, aberta pela moratória mexicana são os marcos iniciais de um período que se caracterizará pela escalada inflacionária, pela elevação dos juros, retração na atividade econômica e pela crise da dívida interna.

Com exceção do episódio do plano Cruzado, em 1986, quando a estabilidade econômica induziu o movimento de recursos para as bolsas, os fundos de renda fixa e, a partir de 1987, os fundos de curto prazo cresceram rapidamente. Quatro fatores, que se realimentavam reciprocamente responderam pelo sucesso dos fundos: (a) o volume crescente de dívida pública de curto prazo e indexada; (b) as facilidades de negociação da dívida em um mercado especialmente desenhado para lhe dar liquidez; (c) a demanda pública por ativos líquidos protegidos da inflação; e (d) a expertise dos conglomerados financeiros em vender cotas de fundos através de contas remuneradas.

Em suma, os fundos, originariamente desenvolvidos para fortalecer o financiamento de longo prazo através de instituições privadas e reduzir a pressão sobre o orçamento público, se transformaram em ativos financeiros líquidos voltados para o financiamento de curto prazo da dívida pública e acabaram explorando e fortalecendo os mecanismos de instabilidade econômica.

## CAPÍTULO II

### EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL NOS ANOS 90

#### 1. INTRODUÇÃO

Os anos 80 testemunharam, no Brasil, a substituição dos meios de pagamento em sua acepção tradicional, o M1, pelos ativos indexados líquidos, como uma reação à crescente inflação. O conceito relevante de moeda passou a ser o agregado M4, que, além do M1 (papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista), inclui ainda os depósitos de poupança, os depósitos a prazo, os títulos públicos federais (emitidos pelo Tesouro ou pelo Banco Central) em poder do público e fora da carteira dos fundos de investimento e os fundos de investimento.

A demanda por proteção para a riqueza financeira contra a inflação não é a única explicação para esse desenvolvimento. De um lado, as inovações financeiras introduzidas pelo governo, com o objetivo de tornar os títulos públicos mais atraentes, conferiram-lhes crescente liquidez e cláusulas de correção monetária; de outro, as instituições financeiras, em especial, os bancos, também 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. Esse conjunto de fatores popularizou o acesso às quase-moedas e permitiu, ainda que de modo erosivo, o convívio da moeda nacional com uma situação muito próxima à hiperinflação.

A medida do sucesso desse esquema no que se refere à sobrevivência da moeda nacional em meio à aceleração da inflação se refere ao fato de os agentes econômicos continuarem a reconhecer o seu poder de liberatório. Contudo, 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.

A ironia dessa situação é que, no Brasil, a indexação e o aparato que conferia liquidez aos ativos financeiros, especialmente títulos públicos, no intuito de impedir a fuga da moeda nacional para ativos reais, tornava progressivamente endógeno o estoque de moeda. Tal estoque, por sua vez, ao crescer quase autonomamente, realimentava o temor da hiperinflação.

Esse processo de retroalimentação que conectava o crescimento do estoque de moeda endógena e a aceleração da inflação, e o limiar de uma situação de hiperinflação vão justificar,

nos anos 90, políticas econômicas visando o controle do crescimento do estoque. Esse é um ponto destacado por Carvalho (1992), ao observar a importância crescente que a moeda endógena assume na confecção de políticas antiinflacionárias.

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. O primeiro marco em termos de política econômica antiinflacionária voltada para a contenção da expansão dos ativos financeiros, em geral, e dos fundos, em particular, foi, sem dúvida, o seqüestro de ativos financeiros, em 03/1990. Por meio desse dispositivo, que deu notoriedade ao Plano Collor, alongou-se compulsoriamente parte dos recursos fundos de investimento, assim como os demais ativos financeiros<sup>30</sup>, que se tornaram indisponíveis para saque.

O segundo marco se localiza em 01/1991, quando ocorre o que se denomina aqui de a primeira reforma da indústria de fundos. A rigor, a indústria havia passado, anos antes, em 1984, por uma reforma. E, se o início da referência à indústria de fundos for a reforma financeira dos anos sessenta, a indústria teria ainda passado por outros episódios de reforma. Contudo, essa reforma foi um marco porque demonstra o reconhecimento oficial da dimensão macroeconômica do setor. Ao mesmo tempo, vê nos fundos uma possibilidade importante para a colocação, pública e privada, de ativos de longo prazo, e é a tentativa, por parte do governo, de desmontar os mecanismos que induzem à preferência por 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, argumentar-se-á que a experiência de alongamento promovido na indústria de fundos não foi bem sucedido em termos contenção da endogeneidade do estoque de moeda.

Duas causas concorrem para explicar esse fato. A primeira, as alternativas tradicionais, a despeito do fim das aplicações de overnight, continuaram bastante líquidas e com rendimentos indexados. A segunda, as inovações financeiras na própria indústria de fundos provocaram o aparecimento de alternativas 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 segunda reforma, em 1995, pode ser colocada em linha com a primeira reforma, no que se refere, ainda, à tentativa de alongamento dos fundos de investimento. A diferença reside, precisamente, no fato da inflação brasileira registrar níveis bastante baixos, próximos aos obtidos pelos países com economias tradicionalmente estáveis. Desse modo, ainda que a política de estabilização provocasse, como efeito colateral, a expansão acelerada da dívida pública, e fosse clara a necessidade de alongá-la, as possibilidades de alongamento em uma economia estabilizada eram maiores, uma conclusão que parte da hipótese de que a redução da inflação expande o horizonte de cálculo e diminui o risco dos ativos financeiros.

Os anos 90 são ainda um marco no sentido que as políticas visando o alongamento dos fundos de investimento ocorreram lado a lado a progressiva liberalização e abertura do sistema

---

<sup>30</sup> Cf. Capítulo I

financeiro. Um fato que merece destaque é que a indústria de fundos passa a desempenhar um papel na captação de recursos externos com a criação dos fundos de investimento estrangeiro.

Outro ponto importante que se refere também a internacionalização do sistema financeiro é que a presença dos bancos estrangeiros no Brasil trouxe a segmentação de atividades na administração de fundos dos países de origem, considerada mais adequada a sistemas financeiros com bancos universais, como o brasileiro. Os fatos que se seguiram à crise asiática e à desvalorização de 1999 incrustaram no arcabouço regulatório a prática da segmentação, também denominada de Muralha da China.

Mais recentemente, a partir do ano 2000, a indústria de fundos passou por um conjunto de reformas liberalizantes, cujo objetivo foi ampliar a liberdade de gestão dos fundos e estimular a diferenciação do segmento. 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.

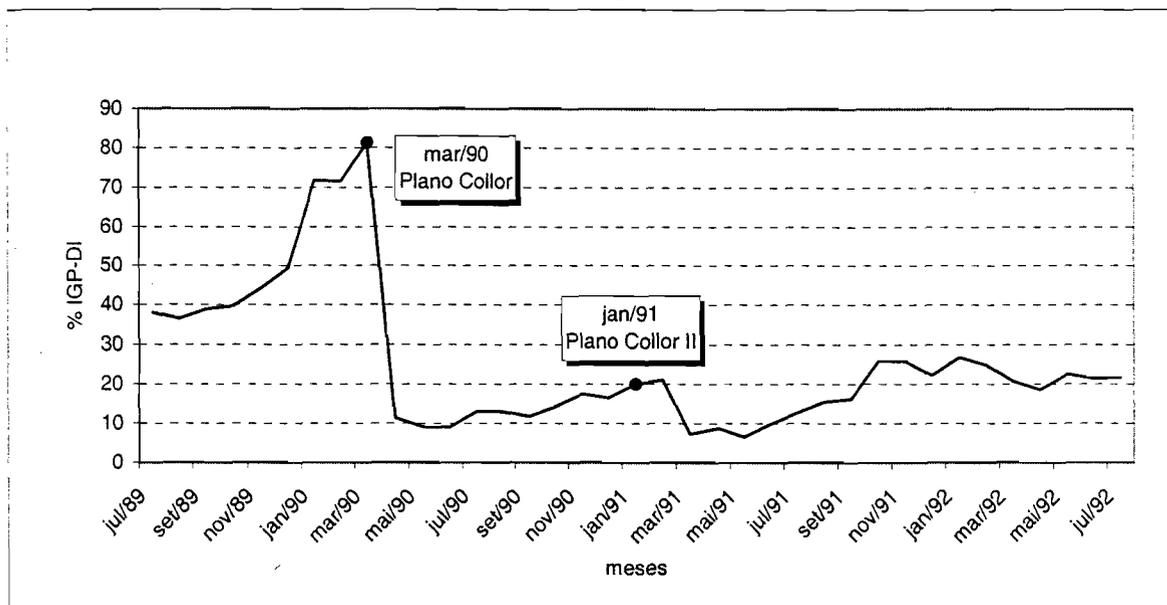
A expectativa com essas medidas, ou seja, com a segmentação de atividades, a melhoria da fiscalização e supervisão, e com os efeitos da auto-regulação, é que as distorções na indústria de fundos fossem mitigadas. Visava-se, simultaneamente, aumentar a eficiência da gestão, proteger o poupador, e, em consequência, estimular a poupança financeira.

## **2. A PRIMEIRA REFORMA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS**

O Plano Collor II pode ser interpretado como uma reação governamental ao movimento ascendente da taxa de inflação, que mostrou grande resistência ao conjunto de medidas adotadas no Plano Collor I. De fato, depois de uma queda significativa, registrada já em abril de 1990, por efeito do seqüestro de ativos, a taxa de inflação mensal voltou a subir, situando-se ao redor de 15% ao mês já a partir do segundo semestre, dando, ainda, sinais de que poderia se acelerar. Desse modo, mesmo diante dos esforços do governo em promover um ajuste estrutural nas contas públicas, representado pelo superávit primário de 4,5% do PIB e de um superávit operacional de 1,2% do PIB – o primeiro superávit desde que o conceito foi criado; e de uma política monetária restritiva, que elevou os juros reais entre os meses de setembro de 1990 e janeiro de 1991, o caráter renitente da inflação exigiu a adoção de um novo conjunto de medidas complementares às adotadas no Plano Brasil Novo.

O novo plano econômico, de 31/01/1991, atacou três frentes distintas para controlar a inflação: a desindexação; o aprofundamento do ajuste fiscal; e a reforma do sistema de fundos de investimento.

Gráfico 2.1 – Evolução da taxa mensal de inflação (IGP-DI), em %.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas – Séries Temporais do Banco Central

### 3. Desindexação e Aprofundamento do Ajuste Fiscal

Duas medidas foram tomadas para desarmar o esquema de indexação da economia brasileira: (a) o congelamento de preços e salários; e (b) a criação da TR.

O congelamento temporário de preços e salários visava combater o componente inercial da inflação brasileira, responsável, segundo o governo, pela multiplicação dos efeitos dos choques inflacionários que acometeram à economia brasileira no ano de 1990. De acordo com o Relatório do Banco Central do Brasil, de 1990, choques exógenos, tais como a quebra da safra agrícola e o agravamento da tensão no Golfo, limitaram os efeitos antiinflacionários da política econômica adotada em março de 1990. Contudo, a elevação da inflação, produzida pela elevação de custos, deteriorou as expectativas de estabilização de preços que, por sua vez, se transformaram, segundo a interpretação oficial, no principal mecanismo propagador dos choques de preços. A partir desse diagnóstico, para evitar que o componente expectacional influenciasse a trajetória da inflação, o governo impôs um congelamento ou uma “trégua” entre preços e salários.

Além do congelamento, o governo procurou desmontar mecanismos formais de desindexação, extinguindo o BTN (bônus do tesouro nacional) e criando a TR (taxa de referência), através da Lei 8177, de 1/3/1991.

A função da TR seria balizar o mercado financeiro, funcionando como uma medida das expectativas inflacionárias, idealmente livre do efeito da inflação passada. Ela seria calculada como uma média das taxas de juros dos CDBs das vinte maiores instituições financeiras, descontada em 2%, para eliminar o peso da tributação e da taxa de juro real histórica. Por

meio desse mecanismo, esperava-se que a TR captasse apenas a inflação esperada pelos agentes financeiros.

Deve-se notar que prevaleceu, na constituição da TR, a suposição de que a formação de expectativas dos bancos e principais clientes no mercado financeiro, no momento da determinação das taxas de juros dos CDBs, não fosse influenciada significativamente pela inflação passada. Esperava-se, por isso, que a TR pudesse incorporar, racionalmente, o esforço do governo em combater a inflação. Mais especificamente, supunha-se que os mercados financeiros fossem absorver e refletir o rigor com que as políticas monetária e fiscal seriam executadas.

Nesse sentido, a TR – juntamente com o congelamento de preços - poderia ser vista como um antídoto perfeito para a inflação inercial, uma vez que esta somente fosse repassar para os juros e, por extensão, para os preços, os efeitos inflacionários de natureza real, oriundos de choques. Assim, supondo controlada a oferta de moeda e ausentes os choques adversos sobre os preços, a TR refletiria, racionalmente, a inflação compatível com essas políticas. Na medida, então, em que o uso desse indexador se generalizasse, a propagação dos choques seria contida aos impactos “reais” – por oposição, aqui, a psicológicos - sobre a inflação.

Contudo, a generalização do uso da TR se deu, precisamente, pelo fato de exercer uma função de indexador de “segunda geração”, isto é, um indexador que corrigiria a incapacidade dos indexadores tradicionais de captar a real taxa de inflação no momento em que esta estivesse em aceleração<sup>31</sup>.

Os indexadores oficiais mais comuns, chamados aqui de indexadores tradicionais, são índices de preços. Por sua própria constituição, os índices não conseguem captar a aceleração da inflação no momento em que ocorrem. A defasagem temporal entre a data da coleta dos dados e a sua divulgação seria o principal responsável, em economias com inflação elevada e em aceleração, pela discrepância entre a inflação medida e a inflação em tempo real. Quando os agentes econômicos percebem essa discrepância, sua reação passa a ser o encurtamento dos prazos dos contratos ou o abandono de contratos com esses indexadores - indexadores imperfeitos -, e a eleição de outras referências que possam preservar mais perfeitamente os valores contratuais. Nesse caso, é comum que ativos com liquidez internacional, tais como o dólar, passem a ser as referências de valor, o que coloca a economia a um passo da hiperinflação, caracterizada pela recusa da moeda nacional.

Nesse sentido, a expressão “descontaminação da inflação passada”, uma propriedade atribuída à TR, não implica, na verdade, o processo de desindexação, mas o aperfeiçoamento dos indexadores. Sua função seria a de criar incentivos para o estabelecimento de contratos em moeda nacional, corrigindo as discrepâncias provocadas pelo emprego de indexadores

---

<sup>31</sup> A leitura dos Relatórios Anuais do Banco Central do Brasil dos anos de 1991 e 1992 permite observar uma evolução nas interpretações acerca do papel da TR. O Relatório de 1991 considera a TR um indexador capaz de remover, da inflação futura, o componente da inflação passada, refletindo os esforços do governo. Na versão do Relatório de 1992, a TR aparece como um indexador capaz de medir, mais precisamente os efeitos da aceleração da inflação sobre a inflação corrente, podendo ser considerado um indexador mais perfeito.

imperfeitos. E, de fato, como se verá adiante, a possibilidade de corrigir as aplicações financeiras pela inflação esperada, mais alta que a inflação passada em uma economia com aceleração inflacionária, contribuiu para a manutenção de parte expressiva da riqueza financeira em ativos denominados em moeda nacional.

As ações do governo visavam, também, o controle dos focos de pressão inflacionária, localizado no déficit público. As ações adotadas tiveram por objetivo expandir as receitas e controlar as despesas. Dentre o conjunto de medidas, as mais importantes foram: (a) o contingenciamento das despesas da União; (b) a redução em 10% das despesas correntes das estatais; (c) a criação de um comitê de controle das estatais; e (d) uma política realista de reajuste das tarifas públicas.

Em resumo, tratava-se de conter, com as políticas descritas nesta seção, os mecanismos de propagação da inflação e os choques inflacionários provocados pela expansão do déficit público. Faltava, ainda, lidar com o componente financeiro da dívida.

### 3.1. Reforma Financeira

No terceiro grupo de medidas de política, encontra-se a reforma financeira, cuja sustentação é oriunda do diagnóstico já empregado para justificar a reforma monetária de 1990. Segundo esse diagnóstico, a crescente autonomia do estoque de quase-moeda removia a capacidade do governo controlar os agregados monetários e seria, por isso, o principal responsável pela inflação.

Dois fatores justificariam a escolha de uma reforma financeira como instrumento integrante da política de estabilização. Em primeiro lugar, a despeito do estoque de quase-moeda ter sido fortemente afetado pelo confisco de ativos, já apresentava sinais de crescimento ao longo do ano, motivado pela retomada da inflação e pela política de taxas de juros reais elevadas. Ficou patente que o governo não havia conseguido acabar com os mecanismos de criação de quase-moeda, que continuou se expandindo ao longo do ano, mas apenas removido temporariamente, através do confisco de parte significativa desse estoque, seu atributo de liquidez, a um custo significativo do ponto de vista político.

Em segundo lugar, a partir de setembro de 1991, o estoque de cruzados confiscados começaria a ser desbloqueado. Esse fato gerou preocupações sobre a possibilidade de haver significativa alimentação da inflação por efeito da expansão do volume de ativos líquidos.

Assim, considerando: (a) a inviabilidade política de novo alongamento compulsório do prazo dos ativos e sua ineficácia desse mecanismo como freio para a expansão das quase-moedas; (b) as dificuldades para a obtenção de grandes superávits nominais, que pudessem, rapidamente, eliminar parte do estoque de quase-moedas; o governo buscou, com a reforma financeira, desarmar os mecanismos institucionais que implicavam o crescimento do autônomo do M4.

A reforma consistiu nos seguintes elementos: (a) extinção das aplicações de overnight para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras; e (b) criação dos fundos de aplicações financeira (FAFs).

Com essa reforma, as operações de overnight foram deslocados pelos FAFs, que teriam, a partir de então, o monopólio das aplicações de curto prazo. Os FAFs, por sua vez, aplicariam seus recursos em ativos de prazos mais longos. Com essas mudanças, procurava-se: (a) tornar clara a separação entre os ativos financeiros mantidos em carteira pelo motivo transação e aqueles voltados para a constituição de poupança pessoal; (b) criar um mercado cativo para a dívida pública, em condições que permitissem seu alongamento e a redução do custo de rolagem; e (c) gerar recursos para o *funding* dos gastos privados de mais longo prazo.

Se bem sucedido, os FAFs seriam elementos importantes para a reversão das expectativas inflacionárias, na medida em que o governo obtivesse, em bases mais sólidas: (a) maior controle da liquidez da economia; (b) o financiamento das contas públicas em melhores condições e, conseqüentemente, menores déficits nominais.

Os FAFs teriam remuneração diária correspondente à valorização e aos rendimentos oriundos dos ativos em suas carteiras. A novidade desses fundos se encontra na regra de incidência do imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre os saldos dos aplicadores. O IOF 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.

A importância da reforma 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 descontrolo da emissão de ativos líquidos. Trata-se de um desvirtuamento do plano original. Voltada inicialmente para o financiamento do capital de giro das empresas e para o fortalecimento do mercado de capitais, a indústria situava-se no bojo da reforma do sistema financeiro dos anos sessenta. Essa, por sua vez, tinha como função desenvolver mecanismos de financiamento de longo prazo, de origem privada, através do mercado de capitais, visando, simultaneamente: (a) a estabilidade de preços, uma vez que representaria uma redução de pressão sobre os recursos orçamentários; e (b) o *funding* estável das empresas, o que lhes permitiria investir mais sem que sua fragilidade financeira se elevasse.

Poder-se-ia argumentar, então, que a reforma implementada pelo Governo Collor reconduziria a indústria às suas funções originais? Pelo menos dois motivos podem ser elencados para desqualificar essa expectativa.

Em primeiro lugar, no início dos anos 90, a incerteza que caracterizava a economia brasileira, materializada nos desequilíbrios macroeconômicos significativos, dentre os quais a persistência da inflação ocupou um lugar de destaque, não se dissipou a ponto de promover um alongamento voluntário dos recursos financeiros. Em segundo lugar, ainda que se reconheça que o alongamento da dívida pública fosse peça fundamental para a estabilização de preços, não seria razoável esperar que o setor, depois da reforma, fosse capaz de desempenhar tal papel.

A história da indústria mostra, ao contrário, que os desequilíbrios macroeconômicos acabaram subvertendo, por efeito da concorrência com outros ativos financeiros, a função dos

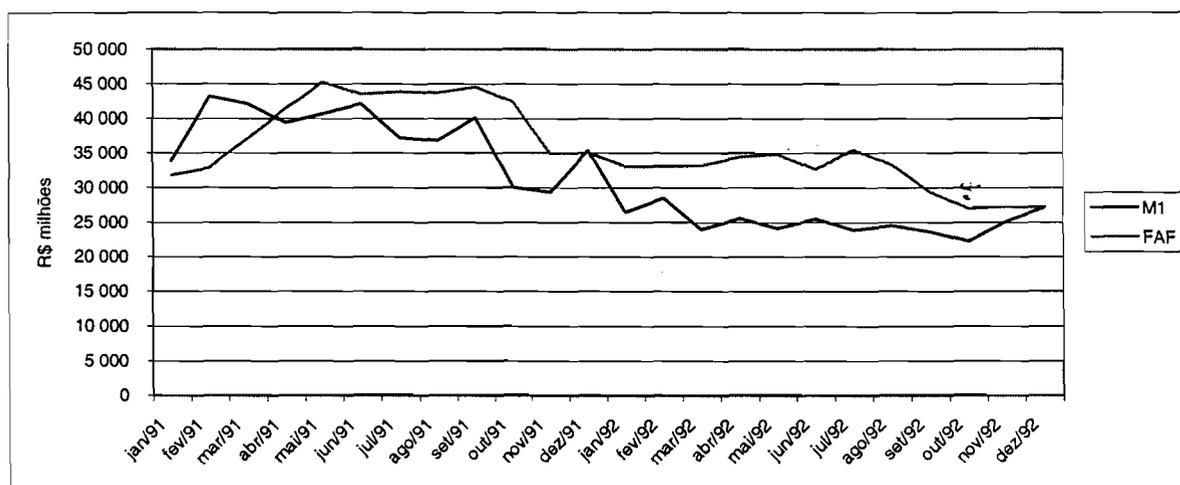
fundos de investimento. De fato, a pressão exercida pelos demais ativos, agora, corrigidos pela TR, em um ambiente inflacionário, não foi totalmente reduzida.

Por último, mas não menos importante, a profundidade das reformas financeiras não foi suficiente para criar as condições para a estabilização e para o fortalecimento da estrutura de financiamento de longo prazo. Essa afirmação pode ser constatada ao se observar que as características dos FAFs não tem correspondência com esse objetivo. É preciso ter em conta que os FAFs mantêm ainda um perfil de elevada liquidez, propiciando liquidez diária, não impondo, verdadeiramente, o alongamento das aplicações financeiras.

### 3.2. Desempenho da indústria

Através dos FAFs, a indústria de fundos retoma seu crescimento, interrompido pelo seqüestro de ativos financeiros, em 1990. Em pouco tempo, o montante de FAFs ultrapassa o M1 (Gráfico 2.2). Esse movimento, de fato, revela que os FAFs passaram a desempenhar a função de quase-moeda, como sendo, por isso, amplamente difundidos entre instituições financeiras e o público. A possibilidade de substituição, por parte do público, dos depósitos à vista pelos FAFs foi amplamente favorecida pelas facilidades operacionais colocadas à disposição pelos bancos. Através de telefonemas ou da operação de caixas automáticas conseguia-se transferir imediatamente os recursos dos FAFs para os depósitos à vista e vice-versa.

**Gráfico 2.2 – Evolução dos FAFs e M1**  
R\$ milhões constantes (dez/2002)  
Deflator IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil

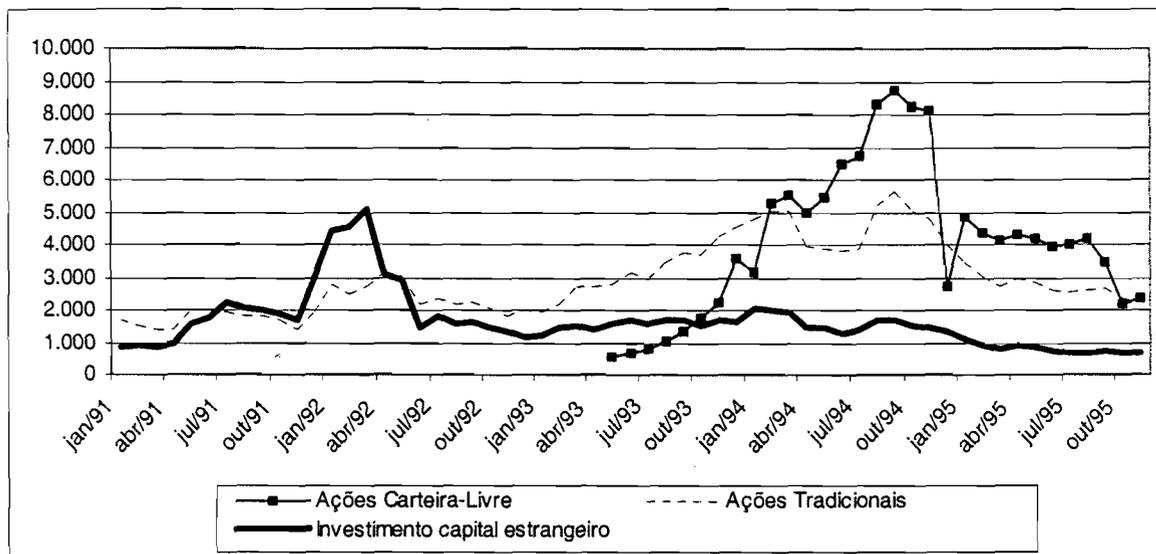
Não obstante, a remuneração dos FAFs deixou de ser atraente, e os saldos começaram a cair a partir do final de 1991. Parte da explicação pode ser dada pela elevação da rentabilidade real nos mercados de ativos de risco. Segundo o Relatório do Banco Central, de

1991, o mercado de ações se destacou entre as demais alternativas de aplicação financeira, puxando consigo os fundos de ações.

### Gráfico 2.3 – Fundos de Investimento em Ações

R\$ milhões constantes (dez/2003)

Deflator IGP - DI



Fonte: Banco Central do Brasil e ANDIMA

As explicações para esse desempenho bastante positivo foram: (a) o baixo preço das ações no final de 1990, por efeito das medidas iniciais do Plano Brasil Novo, em especial, o confisco, e pela política monetária recessiva do final do ano; (b) o choque tarifário de 1991, que aumentou a rentabilidade das empresas estatais, líderes na participação do IBOVESPA; (c) o fim das operações de overnight, que permitiu o redirecionamento de parte dos recursos, possivelmente os de poupança, para fundos de ações; e (d) compras de ações por parte dos investidores externos. Contudo, os fundos de ações não conseguiram superar os fundos de renda fixa.

Os investimentos em renda fixa apresentaram remuneração real positiva expressiva. Para fazer frente à pressão exercida sobre a oferta de moeda ao longo desse ano, originada: (a) na entrada de recursos estrangeiros no Brasil; (b) pela liberação de cruzados bloqueados; e (c) da remuneração das disponibilidades do tesouro; o Banco Central manteve elevada a taxa de juros real. Esse fato tornou os fundos de renda fixa que contavam com a regulamentação dos fundos DI (fundos remunerados segundo a taxa diária dos depósitos interfinanceiros), excelentes mecanismos de defesa contra a flutuação dos juros.

Além disso, com a criação da TR, que capta a expectativa de inflação do mercado financeiro, os ativos a ela indexados tornam-se mais atraentes em períodos de aceleração inflacionária. Desse modo, os Certificados de Depósitos Bancários e os fundos de renda fixa,

lastreados em CDBs, bem como os depósitos especiais remunerados (DERs) ofereceram rendimentos reais positivos.

Já os FAFs, em função de sua rígida composição de ativos e significativa liquidez, apresentaram a maior perda real em termos de rentabilidade no ano. Não obstante, os FAFs, que entraram em funcionamento em março de 1991, tendiam a captar o excedente de caixa dos agentes e seus saldos se mostraram relativamente inelásticos aos juros reais. Por isso, a despeito das vantagens apresentadas pelos CDBs, a migração de recursos dessas aplicações não foi significativa.

Ao ser eliminado o mercado aberto para pessoas físicas e jurídicas não financeiras, os então existentes fundos de curto prazo (FCP) foram incorporados pelos ou transformados em FAFs, ou até mesmo liquidados. Enquanto os FCP, obrigatoriamente, destinavam 80% de seus recursos para a aquisição de títulos públicos federais, as regras dos FAFs eram mais complexas.

A carteira dos FAFs obedecia a uma regra de constituição relacionada ao seu patrimônio líquido. Objetivava-se, com as medidas, o redirecionamento da quase-moeda. Com o advento do FAF, além de se obter um discreto alongamento do prazo de aplicação dos títulos públicos, - utilizando-se, para tanto, da incidência regressiva do IOF - ampliou-se, também, o mercado cativo para títulos públicos, reduzindo seu custo de rolagem. Para as pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, os FAFs passaram a garantir a mesma rentabilidade, próxima da TR, independente do volume de recursos investidos, fato que não ocorria para as operações de over, quando o acesso para grandes clientes era privilegiado frente aqueles de menor poder financeiro. Daí sua atratividade.

Um concorrente com os FAFs na captação de recursos e como segmento para colocação de títulos públicos foram os DERs. Criados como opção para aplicação dos cruzados bloqueados, o perfil de aplicação dos DERs obedecia à seguinte composição: 20% das aplicações em depósitos junto ao Banco Central do Brasil; 10%, no mínimo, e 20%, no máximo, em operações de crédito rural, 10%, no máximo, em títulos de estados e municípios - no caso de aplicações feitas por instituições públicas estaduais foi permitido estender esse limite à 20% - e, a parcela remanescente, em títulos públicos federais de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central. Isso lhe atribuía que características? Como isso afetava os FAFs?

Em março de 1992, a posição dos FAFs e demais fundos de renda fixa vai sofrer um duro golpe. O Banco Central autorizou a constituição de fundos com o objetivo de estimular o mercado futuro de mercadorias (Resolução 1.912) e em 24/06/1992 tais fundos foram regulamentados. Seu desempenho foi impressionante: em apenas quatro meses, a partir de agosto, conseguiram superar o patrimônio dos fundos de renda fixa.

O sucesso desses fundos se situou, precisamente, no fato de que foram uma inovação financeira que explorou as oportunidades deixadas abertas pela legislação. Os fundos de commodities ofereciam liquidez após 30 dias de aplicação e, por sua vez, aplicavam grande parte de seus recursos em títulos públicos e privados, a despeito de seu objetivo. Isso lhes

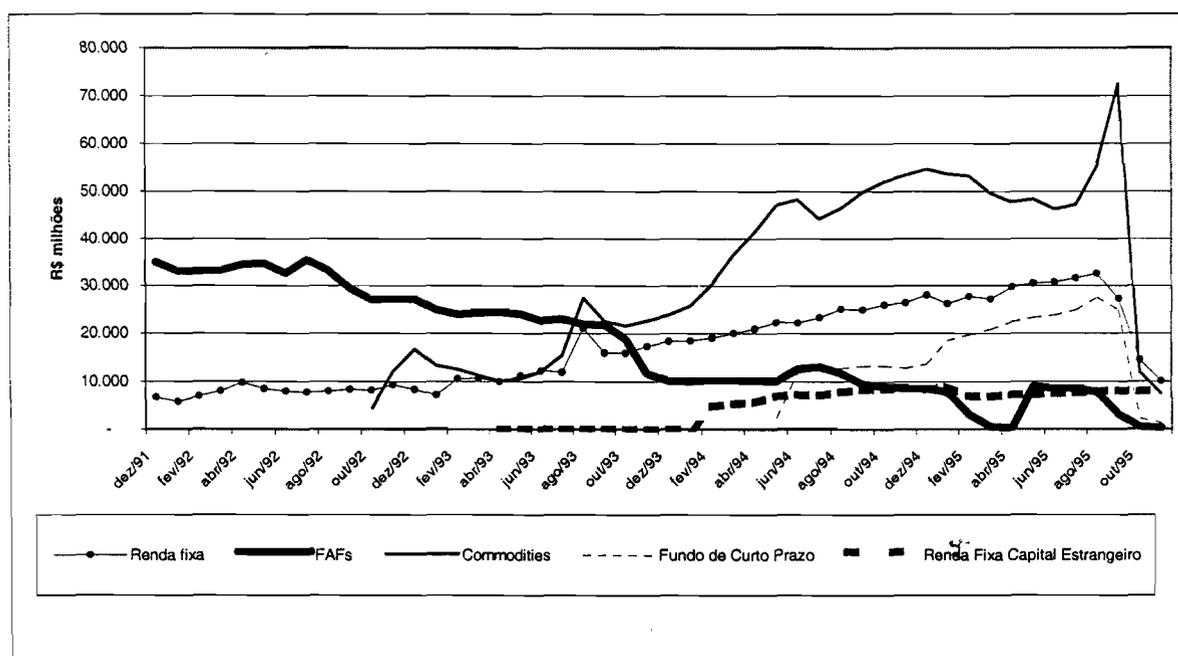
conferia um perfil semelhante aos fundos de renda fixa. Contudo, e aí se encontra sua vantagem, por serem tributados como fundos de renda variável, cuja incidência de impostos era menor que a de renda fixa, sua remuneração líquida era superior.

Como resultado de sua vantagem em termos de rentabilidade, os fundos de commodities fecharam o ano com um patrimônio líquido superior à R\$ 16.600 milhões – em valores de dezembro de 2002 - ou o equivalente à 30% do patrimônio líquido da indústria de fundos de investimento. Nesse ano, tendo em vista a conjuntura econômica, as elevadas taxas de juros continuaram sendo um atrativo para os fundos externos e para títulos e fundos de renda fixa.

#### Gráfico 2.4 – Patrimônio Líquido dos Fundos de Renda Fixa, Renda Fixa de Curto Prazo, Commodities e FAFs

R\$ milhões constantes (dez/2002)

Deflator IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil e ANBID

Em decorrência de suas próprias características e das inovações na indústria de fundos, especialmente a criação dos fundos de commodities, os FAFs apresentaram um crescimento modesto e passaram a ter de disputar um público que lhe parecia cativo.

Para os fundos de ações, o ano de 1992 foi positivo até maio. A partir de então, a concorrência dos fundos de ações carteira livre (criados pela Instrução 177, de 06/02/1992), o mau desempenho da bolsa ao longo e as elevadas taxas de juros os condenaram à estagnação.

Em 1993 a economia brasileira foi marcada pela recuperação do nível de atividade, puxado pelo fortalecimento da demanda doméstica, ainda que o emprego, por conta do

aumento da produtividade, não tenha crescido o suficiente para acompanhar a expansão do produto. Por outro lado, o ano de 1993 foi acompanhado pela elevação das taxas de inflação, o que levou ao aumento dos juros, especialmente a partir de setembro, como política de estabilização.

A elevação dos juros internos e o aumento do diferencial entre as taxas de juros interna e externa provocaram impactos significativos sobre o balanço de pagamentos que teriam efeitos, por sua vez, sobre a indústria de fundos. O aumento dos juros, curiosamente, aumentou o volume de exportações por conta de seu efeito sobre as operações de ACC (adiantamento de contrato de câmbio). Ela permitiu ao exportador antecipar suas receitas, contratando as ACCs com base em exportações que seriam realizadas no futuro. Ao receber os recursos do adiantamento, cujo custo é a variação cambial mais os juros internacionais, os recursos poderiam ser aplicados no mercado financeiro interno. Quando o diferencial de juros (descontada a variação cambial esperada) é elevado, como o foi em 1993, o exportador pode obter ganho financeiro aplicando os recursos assim obtidos no mercado doméstico.

O diferencial de juros também atraiu um crescente volume de capitais para o Brasil, que se expandiu intensamente depois de 1992. Entretanto, em 1993, o investimento em portfólio superou os empréstimos em moeda. Esse movimento é explicado pela elevação da liquidez internacional, mas também pelo expressivo diferencial de juros interno/externo verificado no Brasil. Além disso, o excelente desempenho das ações de grandes empresas nacionais, e por efeito das perspectivas favoráveis de ganhos de capital, tendo em vista o baixo valor de mercado das empresas frente ao valor patrimonial desempenhou papel não desprezível.

Os fundos de investimento estrangeiro, regulamentados desde 1987, pela Resolução no 1289 (de 20/03/1987), apresentaram um volume modesto de recursos até o início de 1991, não ultrapassando a casa de US\$ 1.000 milhão. A partir de então, os montantes investidos cresceram, acompanhando o maior interesse dos investidores estrangeiros no Brasil. Ao longo do ano de 1992, o patrimônio líquido desses fundos encolheu drasticamente, depois de atingir marca, em valores constantes de dezembro de 2002, superior à R\$ 5.000 milhões. Esse movimento acompanhou o recuo dos investidores estrangeiros. Os escândalos envolvendo o Governo Collor, assim como a retomada da inflação podem ser responsáveis por esse esvaziamento. Contudo, o patrimônio dos fundos encolheu, enquanto os montantes líquidos investidos por estrangeiros no mercado de ações reduziram-se, mas mantiveram-se positivos.

Em janeiro de 1993, o patrimônio líquido desses fundos era da ordem de R\$ 1.231 milhões (em valores de dezembro de 2002). Em dezembro do mesmo ano, já registravam a marca de R\$ 1.656 milhões. Um crescimento real da ordem de 34,5%, que, contudo, jamais chegou a significar uma recuperação. Outras vias preferenciais de investimento, como a entrada nas bolsas pelo Anexo IV à Resolução 1289 da CVM, criado em maio de 1991, que ofereciam várias vantagens aos investidores institucionais, dominaram o acesso às bolsas<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Os fundos de investimento estrangeiro eram a melhor opção para pequenos poupadores. Já o Anexo IV, criado à partir de 1991, permitia que os investidores institucionais estrangeiros, permitindo-lhes administrar diretamente os recursos e custos reduzidos, além de maior sigilo. Sobre a legislação pertinente e operacionalidade, ver FORTUNA (2001 p.313; 455)

Em decorrência desses eventos, especialmente por conta do crescente volume de recursos externos em direção às bolsas, as ações voltaram a se valorizar expressivamente. Os fundos de ações e os fundos de ações carteira-livre apresentaram um desempenho real bastante elevado. Os fundos de ações tradicionais, em janeiro de 1992, apresentavam um total de recursos aplicados em carteira da ordem de R\$ 1.950 milhões. No final do ano, os fundos de ações tradicionais mais os fundos de ações carteira livre (criados no decorrer de 1993) detinham uma carteira de, aproximadamente, R\$ 8.100 milhões (em valores de dezembro de 2002), mais do que o quádruplo do registrado no início do ano.

Os fundos de renda fixa continuaram apresentando rendimentos reais expressivos – cerca de 15% a.a. – mas continuaram atrás dos fundos de commodities (cujos rendimentos foram semelhantes aos fundos de renda fixa), em termos de PL. 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.

De fato, os dados indicam uma forte expansão nesses dois segmentos. Os fundos de Commodities passaram dos R\$ 12.090 milhões, em janeiro de 2003, para R\$ 21.493 milhões no final do ano. No mesmo período, também em reais de dezembro de 2002, a renda fixa salta dos R\$ 8.381 milhões para R\$ 1.656 milhões.

Em 1993, apenas os FAFs tiveram rentabilidade real negativa devido às inúmeras compulsoriedades de sua carteira. Assim, os FAF continuaram perdendo terreno, apresentando uma rentabilidade real ainda menor do que em 1992. Em consequência, já ao final de 1993, os FAF perderam a liderança entre os fundos mútuos, deixando a casa dos R\$ 24.918 milhões para a marca de R\$ 10.151 milhões.

No que se refere ao investimento estrangeiro por meio de fundos, a novidade em 1993 foi a criação dos fundos de investimento em renda-fixa capital estrangeiro. Seus volumes somente se tornarão mais expressivos a partir de março de 1994.

Os fundos de *commodities* foram uma inovação financeira bem sucedida. Pouco a pouco, ganharam espaço na indústria de fundos. Embora os FAFs e a caderneta de poupança fossem generalizados entre classes de renda mais baixa e os primeiros se mostrassem como substitutos imediatos para os depósitos à vista, funcionando como conta remunerada, os fundos de commodities, a partir do trigésimo dia passavam a oferecer liquidez plena, com rentabilidade superior, o que o colocava em posição de vantagem frente às demais aplicações de curto-prazo.

De todo modo, a indústria apresentava um crescimento expressivo e, em junho de 1994, às vésperas do lançamento da nova moeda, a indústria de fundos de investimento (FAFs, Fundos de *Commodities*, Fundos de Investimento Capital Estrangeiro, Fundos de Ações e Fundos de Renda Fixa) detinha uma carteira de R\$ 106.407 milhões, o que equivalia à 96,5% dos depósitos de poupança e a 26,2% do M4.

#### 4. O REAL E A INDÚSTRIA DE FUNDOS

A reforma monetária que introduziu o real vai impactar a diversificada indústria de fundos de diversas formas. Em primeiro lugar, o sucesso no combate à inflação vai modificar o quadro em que se expandiu a indústria de fundos. A proteção contra a corrosão inflacionária dos saldos transacionais vai deixar de ser um elemento relevante na determinação das aplicações financeiras. Por outro lado, no imediato lançamento da nova moeda, as perspectivas de longo prazo pareciam mais promissoras, além do que as finanças públicas apresentavam-se equilibradas. Isso poderia significar melhores perspectivas de colocação de dívida pública e do financiamento do investimento em longo prazo.

Como esperado, no início do Plano, o saldo de M1 aumentou, revelando a necessidade de meios de pagamento para realizar transações. Em termos reais, entretanto, os fundos de investimento foram positivamente afetados, registrando-se aumento em seus saldos. A caderneta de poupança foi o ativo mais desprestigiado, tendo em vista o baixo rendimento oferecido.

Em 1994, 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. Em última posição encontravam-se os FAFs. O sinal da decadência desse tipo de aplicação financeira fica evidenciado pela perda de espaço entre os fundos mútuos, que, por sua vez, continuaram perdendo terreno para os fundos de commodities. Em 1993, os FAFs representaram cerca de 31,6% do setor de fundos. No final de 1994, os FAFs representavam apenas 8,2% desse total. Essa trajetória se deve, também, à criação dos fundos de renda fixa de curto prazo, a partir de abril de 1994, para os quais 11,4% do patrimônio líquido dos fundos migraram.

Os fundos de renda fixa de curto prazo tinham seus valores contabilizados pela unidade referencial de valor (URV), e acabaram se transformando em importante instrumento de política monetária na transição para a nova moeda. Os fundos de renda fixa de curto prazo passaram a canalizar os recursos dos FAFs, cuja rentabilidade ficou comprometida pela obrigatoriedade de destinar, compulsoriamente, recursos para financiar a aquisição de cotas do fundo de desenvolvimento social (FDS) e os títulos de desenvolvimento econômico (TDE).

Esse processo de migração de recursos dos FAFs sofreu progressiva desaceleração a partir de julho, em virtude do processo de extinção da Ufir diária, fato formalmente consumado em primeiro de setembro de 1994. O imposto de renda incidente sobre os FAFs independia da variação da Ufir, uma vez que a alíquota de 5% incidia sobre a valorização nominal da quota. Já os demais fundos estavam sujeitos a pagamento de imposto de renda na fonte pela alíquota de 25% sobre o lucro real, isto é, o lucro descontado da inflação, medida, no caso dos fundos, pela variação da Ufir. No caso dos fundos de renda fixa, a alíquota era ainda maior, de 30%. Assim, a partir do congelamento do valor da Ufir, contabilmente, o lucro real dos demais fundos aumentou, o que lhes custava maior incidência de imposto de renda. Vale ressaltar que o Decreto n. 1259 (29.9.1994) alterou a regulamentação da incidência do IOF sobre operações financeiras de renda fixa e variável, sem, contudo, modificar as regras de tributação vigente para os FAFs, o que lhes conferiu ainda maiores vantagens.

A despeito da alteração de posições no ranking da renda fixa, os meses iniciais da nova moeda, especialmente por efeito da política de juros reais elevados, canalizou para o subsegmento (renda fixa) um montante expressivo de recursos (cerca de 15 bilhões de reais entre julho de 1994 e dezembro de 1994).

Cabe chamar atenção para o rápido crescimento dos fundos de renda-fixa capital estrangeiro, que chegaram a mais de R\$ 8.000 bilhões em menos de um ano de operação efetiva<sup>33</sup>. As taxas de juros elevadas podem ter desempenhado um papel importante, mas, no caso dos investidores estrangeiros, é possível que as expectativas de ganhos de capitais com uma esperada valorização do real e de uma queda, a médio-prazo das taxas de juros tenha desempenhado seu papel. De fato, os efeitos da crise mexicana sobre a saúde do sistema financeiro, a elevação dos juros em março de 1995, a desvalorização e introdução do sistema de bandas cambiais parecem ter mudado as perspectivas dos investidores em fundos de renda fixa estrangeiros. A partir de então, os volumes investidos começaram a entrar em declínio, se estabilizando em seguida.

O subsegmento de fundos de ações acompanha o desenvolvimento da bolsa e as oscilações da conjuntura econômica. No início de 1994, com a entrada de capitais estrangeiros para a bolsa e a melhoria das expectativas sobre a renda variável, com crescimento do IBOVESPA, substancialmente acima da inflação, os volumes de recursos aplicados em fundos de ações passaram de R\$ 8.000 milhões, em dezembro de 1993, para R\$ 10.300 milhões em fevereiro de 1994. Um crescimento real superior a 25%, demonstrando uma elevada elasticidade das aplicações ao rendimento corrente das bolsas. A euforia com a estabilização eleva, ainda mais, esse montante, para a casa dos R\$ 14,300 milhões em setembro. Uma expansão de quase 100% em termos de volume. Então, considerando o volume de recursos aplicados em fundos de investimento em geral (cerca de R\$ 128.000 milhões de reais); as expectativas de investimento com a estabilização; o alongamento dos horizontes de aplicação financeira; e a esperada queda das taxas de juros de curto prazo, poderia se dizer que a expansão de fundos de ações e fundos voltados para a aquisição de papéis de longo prazo ainda estava no início.

A crise do México representou a primeira ameaça a um cenário mais otimista. A súbita reversão dos fluxos de capitais para o Brasil e a resposta brasileira em termos de uma política monetária restritiva, reintroduziu uma preocupação com os movimentos de curto prazo, cuja consequência imediata foi a reversão das bolsas, que passaram a apresentar rendimentos nominais negativos, provocando um forte esvaziamento dos fundos de ações.

## **5. A REFORMA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE 1995**

Como já foi dito, os fundos de renda fixa se expandiram fortemente ao longo dos primeiros meses do plano real. 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

---

<sup>33</sup> Os fundos de renda fixa capital estrangeiro tiveram autorização para funcionamento a partir do final de 1993 (Resolução do Banco Central 2.034, 25.11.1993). Os dados disponíveis apresentam o primeiro registro em março de 1994. Nesse mês, em valores de dezembro de 2002, os montantes são equivalentes a R\$ 4.800 milhões.

ainda elevada. Especialmente a partir do primeiro trimestre do ano de 1995, quando o governo acirrou as restrições monetárias/creditícias.

Isso não significou problemas para a indústria de fundos. Ao contrário, o subsegmento da indústria voltada para a renda fixa foi estimulado pelo aumento dos juros. Simplesmente, a esperada ascensão dos fundos de ações, fortemente impulsionada nos momentos anteriores ao efeito Tequila, foi postergada.

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. 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<sup>34</sup>. 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, expressa na difusão das ATMs (*automatic teller machine* - caixas automáticas) e pelo atendimento por telefone, os fundos ganharam características de depósitos à vista.

A essa altura, a indústria de fundos alcançava o montante aplicado nas cadernetas de poupança e estabelecia, desse modo, posição de destaque no sistema financeiro nacional (Gráfico 2.5). Esse resultado está vinculado tanto 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. Contudo, a fórmula de cálculo da poupança introduziu um elemento desfavorável.

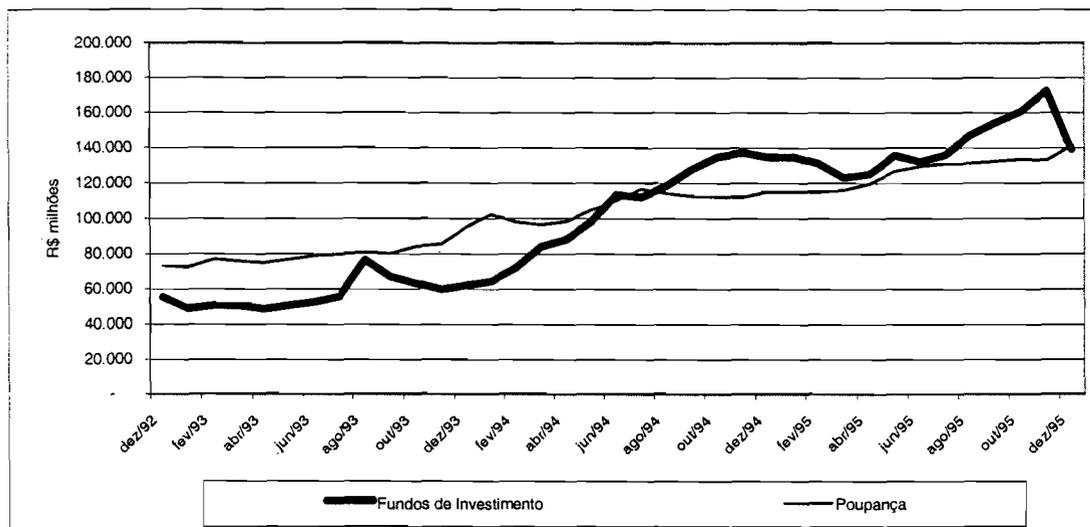
---

<sup>34</sup> Ver, nesse sentido, Alves Jr. (1993 e 2000; Paula (1997).

## Gráfico 2.5 – Evolução dos Saldos Aplicados em Fundos de Investimento e Caderneta de Poupança

R\$ milhões constantes de dez/2002

Deflator IGP-DI



Deve-se notar que a sistemática de cálculo da TR, cujo redutor era um número absoluto, com a queda dos juros nominais produziu uma redução expressiva no rendimento das cadernetas, o que conferiu maior vantagem aos fundos em termos de rentabilidade. Assim, os fundos de renda fixa em geral se tornaram boas alternativas de aplicação, com destaque para os fundos de commodities, que com sua elevada rentabilidade e liquidez, acabaram se transformando em um ativo extremamente atraente.

A adaptabilidade da indústria de fundos à instabilidade macroeconômica vai, desse modo, alterando a configuração das alternativas de aplicação de recursos. As inovações financeiras envolvendo a indústria, especialmente a partir da Reforma de 1991 podem ser um indicador do dinamismo do setor. Contudo, tanto os incentivos regulatórios como as forças de mercado encaminham a indústria para focar o curto prazo. Essa tendência, que parecia que seria interrompida com a estabilização de preços, sofre uma suspensão com a crise do México e a severidade dos efeitos sobre a economia ao longo de 1995.

Guardadas as proporções, o problema enfrentado nos anos 80 e 90, é recolocado. Os montantes da indústria de fundos, cujos ativos são, em grande medida, dívida pública, contribuem para que os estoques de quase-moeda sejam elevados, especialmente quando em comparação com a base monetária. Nessas circunstâncias, o exercício da política monetária se torna extremamente difícil e de pouca eficácia.

Em primeiro lugar, no Brasil, a poupança financeira é predominantemente de curto prazo e boa parte lastreada em dívida pública. Nesse contexto, a elasticidade do consumo ao aumento dos juros é baixa. Seja por causa dos efeitos riqueza, pois o aumento de juros do governo se torna a renda de alguém no setor privado; seja por que quando os juros já são

muito elevados, novos aumentos influenciariam pouco as novas despesas, uma vez que as perdas de capital tendem a ser menos significativas. Em segundo lugar, uma *redução* nos juros impõe o risco de que uma grande parcela dos fundos e do M4 se converta em ativos reais e bens.

A reforma da indústria de fundos de investimento em 21/7/1995 se dá em um momento em que o Banco Central está começando a flexibilizar a sua política monetária. Assim, em meio à progressiva redução dos depósitos compulsórios, buscou-se adotar medidas que pudessem recuperar a eficácia da política monetária.

A reforma criou os fundos de investimento financeiros (FIFs), que passariam a substituir os FAFs, os Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo e os Fundos de Commodities (que seriam extintos no final de 1995) e criou também os FACs de FIFs, que eram fundos que aplicavam seus recursos em cotas de FIFs. O redesenho da indústria se deu, novamente, pela necessidade de: (a) 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 níveis de preços estáveis (como reflexo da maior estabilidade, os BBC,s passaram de 35 para 60 dias e NTN's cambiais passaram de 3 para nove meses); (b) estabelecer uma separação nítida, em termos da maturidade, dos estoques de moeda transacional dos estoques de ativos financeiros destinados a preservar os recursos de poupança.

Esses objetivos seriam alcançados com a criação de fundos de maior maturidade e tratamento punitivo para as aplicações de curto prazo por meio da imposição de recolhimentos compulsórios não remunerados. Assim, sobre os FIFs de liquidez diária, com retiradas em até 29 dias, incidiria uma alíquota de depósito compulsório de 40%. Sobre os FIFs de 30 a 59 dias, com liquidez apenas na data de aniversário, a alíquota do compulsório cairia bastante, para 5%. Os FIFs com liquidez acima de 60 dias não sofreriam qualquer recolhimento compulsório.

Em 29/12/1995 seriam extintos os FAF, FRF-CP, FRF e Commodities, permanecendo, apenas, os fundos de ações tradicionais, os fundos de ações carteira livre e fundos de capital estrangeiro. Os FIFs seriam sujeitos a menor regulação, ganhando maior flexibilidade quanto à decisão de alocação de recursos, podendo até mesmo operar com derivativos de balcão.

A reforma da indústria de fundos promovida em 1995, a despeito do ambiente de estabilidade, procurava, através de um novo desenho institucional, reforçar os incentivos para o alongamento dos prazos das operações financeiras. Percebia-se que a espera pela redefinição dos movimentos dos fundos de investimento em direção ao longo prazo poderia ser mais lento do que o desejável, ameaçando a própria estabilidade. Na medida em que permanecessem operando no curto prazo, o estoque de moeda endógena continuaria elevado. O momento favorável da retomada de controle da economia deveria ser aproveitado. Por sua vez, o Banco Central do Brasil identificava no alongamento das operações uma condição fundamental para que a política monetária, ao longo do ano seguinte, desse início à desmontagem do sistema de controles quantitativos, através do emprego dos depósitos compulsórios.

Segundo o BACEN, a imposição de compulsórios elevados torna a oferta de moeda mais inelástica, pois os bancos procuram gerenciar suas posições de modo a manter o mínimo de reservas excedentes às determinadas compulsoriamente. Nesse ambiente, variações na demanda de moeda promovem maiores oscilações nas taxas de juros. Uma pequena queda na demanda faria com que os bancos acumulassem muitas reservas, o que os levaria a emprestar as reservas excedentes a custo muito baixo. Em caso contrário, os bancos procurariam conter a demanda por reservas, elevando suas taxas. Para reduzir essa oscilação, o governo deixava o mercado em posição *undersold*, isto é, com mais títulos em carteira do que reservas disponíveis para comprá-los, fazendo, no final do dia, a zeragem automática dos títulos para manter estável a taxa de juros básica. Por sua vez, a base monetária se tornava uma função da demanda de moeda.

Um dos efeitos perversos dessa política, em que o Banco Central não pode determinar o momento de alterar o montante da base monetária, é que os bancos podem conferir liquidez diária aos aplicadores praticamente sem correr riscos, o que é um estímulo à produção de quase-moedas. Por outro lado, o crescimento da indústria de fundos, com ativos extremamente líquidos, recolocava um velho problema para a política monetária no Brasil. Como já foi dito, 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<sup>35</sup>.

Em suma, o alargamento dos prazos das aplicações financeiras em fundos de investimento, dada sua ampla aceitação como opção de aplicação financeira, aumentaria, desse modo, o efeito-transmissão da política monetária sempre que fosse necessário conter a demanda. DE outro lado, ao induzir 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.

### 5.1. Desempenho da indústria

O ano de 1995, por efeito da elevação das taxas de juros, foi bastante compensador para a indústria de renda fixa. No que se refere à indústria de fundos como um todo (o que inclui os FRFs-CP, FAFs, FRFs, Commodities e Fundos de Ações, até o mês de agosto, e os FIFs), de agosto em diante, cresce cerca de 43% em termos reais.

Os FIFs foram autorizados a receber aplicações a partir de agosto, enquanto os antigos fundos poderiam receber depósitos até 29/9/1995. Entre outubro e dezembro, período de transição, os recursos dos antigos fundos somente poderiam ser resgatados ou transformados em FIFs. No processo de conversão houve uma grande preferência pelos FIF-60.

Os FIFs teriam ampla liberdade de para compor suas carteiras, podendo adquirir qualquer título ou forma de aplicação existente no país – com a exceção da proibição da aquisição de TDEs, cotas de FDS e ações em limite superior a 20% do patrimônio líquido – flexibilizando amplamente as carteiras dos fundos de investimento.

---

<sup>35</sup> Ver “Relatório do Banco Central, 1995”.

No ano de 1996, os FIF cresceram em ritmo mais acelerado que as formas convencionais de captação de poupança, como o CDB e a Caderneta de Poupança. Segundo o Banco Central do Brasil, esse fenômeno seria explicado por conta da maior diversificação do leque de opções para a constituição de fundos, tendo em vista a maior liberdade de gestão dos recursos. Desse modo, os clientes encontraram nos fundos de investimento maior liberdade de escolha do perfil de fundos que considerava adequado, enquanto os fundos puderam diversificar de modo mais eficiente.

A constituição de FAQs auxiliou a por em prática a permissão para a separação da administração de ativos e passivos, perante contratação de terceiros para gerenciamento da carteira dos fundos. Tornou-se possível o desenvolvimento de especialização das atividades na indústria de fundos e a possibilidade de parcerias, a exemplo do que ocorre em economias com mercado financeiro sofisticado. Um exemplo é a parceria entre grandes bancos, que podem empregar sua estrutura capilarizada para vender cotas de fundos, e instituições especializadas em gerenciamento e administração de recursos.

Os FAQs facilitaram a distribuição dos produtos, permitindo a diferenciação dos investidores devido à escala de recursos. Por meio da criação de FAQs com acesso diferenciado por porte de aplicadores, os administradores de fundos poderiam remunerar de modo diferente um mesmo perfil de carteira, em função da cobrança de taxas de administração decrescentes de acordo com o capital mínimo de entrada, explorando ganhos de escala.

Além das medidas acima, um outro conjunto de medidas, visando a maior transparência e autonomia dos fundos, caracterizaram a reforma. 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 de s; a valoração dos ativos a preço de mercado diariamente (que, contudo, só entrou em vigor a partir de 2002) e a exigência de prestação de informações sobre o perfil do fundo e sobre as principais decisões dos seus gestores são os exemplos mais importantes.

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."

O conjunto da indústria de fundos, que em 1995 deteve um patrimônio líquido equivalente a 10,5% do PIB, no ano de 1996 passou a 16,2%. Os fundos que mais cresceram foram os fundos de ação carteira livre (296%), e os FIF-60. Essa evolução indica efeitos combinados do maior leque de oferta de produtos em um ambiente macroeconômico mais favorável. 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, como é o caso dos FIFs-60, sobre as demais alternativas em fundos de renda fixa, poupança e CDBs.

Esses últimos (poupança e CDBs) foram atingidos, ainda, pela queda das taxas de juros, que afetavam os CDBs e, por conseguinte, as cadernetas de poupança, por conta do efeito do cálculo da TR.

Desde janeiro de 1996, quando o período de transição entre a antiga e a nova indústria de fundos já havia se encerrado, os fundos passaram a apresentar captação mensal líquida positiva. No final de 1996, a indústria de fundos alcançava os R\$ 226.503 milhões, 50% acima do total aplicado em cadernetas de poupança, e 25 % acima dos saldos dos CDBs e 32% do M4.

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. Os FIF-60 capturaram recursos perdidos pelos fundos de curto prazo e os CDBs. A saída dos recursos dos FIF-CP se deu por efeito da tributação, uma vez que apenas a partir do 16º dia seria possível sacar uma quantia superior à aplicada. 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.

Havia indícios de que as alterações na indústria de fundos pudessem, finalmente, desembocar na formação de uma fonte de recursos de prazo mais dilatado, que viesse a funcionar auxiliando a execução da política monetária, o alongamento da dívida pública e, possivelmente, estimular o mercado de capitais.

Com a crise da Ásia, a economia brasileira sofreu com mais uma reversão nas expectativas no mercado financeiro internacional. O Brasil apresentava elevado grau de fragilidade financeira externa (Paula e Alves Jr., 1998), o que significa dependência da contínua entrada de recursos externos. A crise, ao reverter os fluxos, cujos volumes em direção ao país cresciam, induziu o governo a recorrer ao recrudescimento da política monetária. O alastramento da crise das bolsas para o Brasil atingiu os fundos que carregavam ações e, de modo implacável, os fundos que aplicaram em mercados de derivativos. Na virada de outubro e novembro, a taxa bancária básica (TBC) passou de 1,58% para 3,05% ao mês, o que fez com que os fundos aplicados em títulos de renda fixa apresentassem perdas de valor.

Além da política monetária, o governo brasileiro, através da MP 1.026 e, posteriormente, da Lei 9.538, levou ao Congresso uma proposta de corte de gastos e aumento de receitas para ampliar o superávit em 20 bilhões de reais. Dentre as medidas aprovadas, encontravam-se mudanças nas alíquotas e na sistemática de tributação dos fundos. A alíquota de IR dos fundos com perfil de renda fixa passou de 15% para 20%, e a cobrança no segundo semestre de 98 passaria a ser diária (posteriormente modificada para a data de aniversário).

Para os fundos de liquidez diária (FIFs curto prazo, fundos de ações e ações carteira livre com menos de 67% de ações no mercado à vista), a incidência de imposto ocorreria todo último dia útil do mês. Para os fundos com prazos maiores que 90 dias, o IR seria cobrado a cada 90 dias.

Frente a essas mudanças, trazidas pela crise asiática e pela alteração das regras de tributação sobre os fundos, houve grande movimentação na composição dos portfólios, interrompendo o processo de crescimento da indústria de fundos, em função da drenagem dos recursos para outras aplicações financeiras.

As pesadas perdas com fundos de derivativos, inesperadas pelos cotistas por não compreenderem a natureza do risco de suas aplicações, levou o governo a tomar medidas que visavam proteger os cotistas e a saúde do sistema financeiro.

Foi aumentado o limite de capital mínimo para operações de *swap* dos ativos ponderados pelo risco. Além disso, o BACEN fixou parâmetros para a relação de comprometimento do patrimônio líquido dos fundos nos mercados de derivativos e as margens depositadas pelo mesmo. Os fundos foram obrigados a fazer constar expressamente nos seus estatutos que estavam sujeitos à perdas, que as aplicações não tinham garantia da instituição administradora ou do fundo garantidor de crédito (FGC), além de impor uma separação estrita, contábil e administrativa, do capital próprio da instituição administradora dos fundos, do capital relativo à gestão de recursos de terceiros.

As perdas com títulos de renda fixa e com a alteração nas regras de tributação impuseram aos fundos algumas perdas. Saíram cerca de R\$ 30.000 milhões de reais da indústria. Uma parte corroída pela desvalorização de papéis, outra perdida por efeito da migração em direção a outras aplicações financeiras. Possivelmente o médio e pequeno aplicador tenderam a converter para as cadernetas de poupança<sup>36</sup>, enquanto os grandes poupadores dirigiram suas aplicações para CDBs<sup>37</sup>.

Em 1998, o ano começou com taxas de juros elevadas, reflexo da crise asiática, mas ensaiava uma recuperação, que se anunciava com o ritmo de redução dos juros. 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.

Em decorrência desse quadro extremamente desfavorável, os fundos de renda fixa apresentaram um crescimento expressivo. 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, um fato, aliás, comum na história econômica recente.

<sup>36</sup> Contribuíram para tanto a cobertura, até o limite de R\$20.000, pelo FGC, dos saldos das cadernetas de poupança e a mudança do cálculo do redutor da TR que beneficiaram essa aplicação.

<sup>37</sup> O fluxo de recursos para CDBs pode ainda ser explicado pelo fato do mercado ter generalizado o expediente de recompra de CDBs, o que lhe conferia liquidez diária. Esse mecanismo foi definitivamente banido pelo BACEN em fevereiro de 1998

Um sinal da desconfiança externa quanto à estabilidade da economia brasileira se manifestou no comportamento dos fundos de investimento estrangeiro. Já em queda desde a crise da Ásia, os fundos de investimento em ações estrangeiro entraram em queda livre. Já os fundos de capital estrangeiro em renda fixa, após uma breve retração no final de 1997, registraram expressiva captação líquida até maio de 1998, para explorar as taxas de juros. Contudo, a própria redução dos juros no primeiro semestre e o agravamento das turbulências internacionais (desde maio, com o aprofundamento dos problemas da Indonésia) vão modificar essa tendência, caindo de um patamar de R\$ 16.349 milhões em maio para R\$ 4.224 milhões em dezembro de 1999.

Os fundos de investimento passaram a carregar mais papéis indexados ao câmbio e aos juros, inicialmente como forma de defesa contra eventos inesperados e, à medida que se aproximava o final do ano, como forma de explorar a cada vez mais provável mudança de regime cambial. Esse momento marcou a ascensão dos FIFs – especialmente aqueles cujo benchmarks eram o câmbio e os juros.

Já o mercado de ações se apresentou extremamente volátil nesse ano. O bom início, possivelmente motivado pelo afastamento do episódio asiático e pela redução dos juros foi revertido rapidamente. Os fundos de investimento refletiram o mercado de ações e apresentaram um desempenho ruim. Com pesadas perdas nominais em termos de rentabilidade (Fundos de Ações Carteira-livre, - 32% a.a., Fundos de Ações Tradicional, -12% a.a.).

Com a desvalorização, em janeiro de 1999, e a elevação de juros básicos, os fundos de investimento que haviam antecipado acertadamente esse desfecho apresentaram elevada rentabilidade. A partir daí, as taxas de juros começara a cair e se desenhava, mais uma vez, um horizonte de maior estabilidade na economia.

## 5.2. Nova onda de reformas

No biênio 1999/2000, 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. A preocupação central, otimista, era “...aprimorar suas [dos fundos de investimento] condições de rentabilidade, em cenários de juros futuros decrescentes e favorecer a estabilidade da poupança financeira.” (Relatório Anual do Banco Central, 2001. Em junho de 1999, foram tomadas algumas medidas para reestruturar a indústria de FIFs. São elas:

- i) estabelecer a possibilidade de liquidez diária desde o primeiro dia de aplicação;
- ii) extinção da segmentação por prazos, com o fim do compulsório sobre os FIF-CP e FIF-30 dias;
- iii) Cobrança de IOF regressivo sobre aplicações até 30 dias para estimular o alongamento das aplicações financeiras.

Com essas medidas, pretendia-se ampliar a liberdade de formatação dos FIFs, que passariam a ser diferenciados por seus atributos de liquidez e política de investimentos. Essas

medidas foram, posteriormente, complementadas. Em novembro de 1999, estabeleceu-se que até o final de janeiro de 2000, os FIFs poderiam ser identificados em dois grupos: (a) FIFs referenciados em indicador de desempenho; e (b) FIFs não-referenciados.

Os primeiros, de menor risco, deveriam atender às seguintes exigências para se enquadrar:

- (a) manter, no mínimo, 80% de seu patrimônio líquido em títulos de baixo risco
- (b) garantir 95% de rentabilidade mínima do benchmark escolhido
- (c) operar com derivativos apenas para fins de *hedge*

Os FIFs não-referenciados deveriam informar aos seus s, precisamente, a natureza dos riscos a que estavam sendo expostos.

Essas medidas continuavam no caminho da maior liberação das operações dos FIFs e estimular, por efeito da concorrência, a completude do mercado, com a presumível oferta de um leque mais amplo de fundos com diferentes combinações de risco e retorno.

A reforma na indústria prosseguiu através de mais mudanças de caráter liberalizante. A Circular 2958 (06/01/2000) autorizou aos FIFs a aplicação de até 49% do valor das carteiras em ações ou quotas de fundos de investimento, nas modalidades regulamentadas pela CVM. A idéia por detrás dessa medida continuou sendo ampliar as combinações possíveis entre renda fixa, renda variável e operações com derivativos, com redução de custos, para os cotistas, em operações com ações em comparação com as transações diretas em bolsa.

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 revoga 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..

No mesmo sentido, os fundos extramercado deixaram de ser monopolistas das sobras de caixa da Petrobrás. Numa medida que anunciaria a progressiva liberação das entidades da administração indireta e das fundações sob administração federal na aplicação de seus recursos de caixa.

No campo dos fundos de renda variável (ações tradicional – FMIA - e carteira-livre FMIA-CL) também se registra uma transformação de ordem legal. Em 05/05/1999, a CVM determinou que em 30/04/2000, os FMIA e FMIA-CL deixariam de apresentar diferenças entre si e passariam a se constituir exclusivamente na forma de FITVM, com um mínimo de 51% sua carteira aplicada exclusivamente em renda variável.

A ressalva adicional a respeito da liberdade para determinar a política de gestão das carteiras dos FITVM se refere ao uso de derivativos. Os FITVM pretendessem empregar derivativos em suas operações correndo riscos de perdas patrimoniais significativas, deveriam tornar explícito o risco, por meio de advertências claras e padronizadas.

Ficam limitadas a 49% do patrimônio líquido as aplicações em renda fixa, pré ou pós-fixada, ou sintetizadas por meio de outro instrumento, cujos rendimentos possam ser estimados no momento de sua realização, assim como as aplicações em FIFs, FAQs e FIEEx.

As reformas de 1995, complementadas pelo arcabouço desse último biênio deram corpo a uma indústria de fundos mais livre. Contudo, desde o ano de 1999, o país continuou atravessando uma série de desequilíbrios macroeconômicos<sup>38</sup>. A curva de juros, por seu lado, continuou extremamente favorável às aplicações financeiras em renda fixa, especialmente de curto prazo.

Do período que vai de dezembro de 2000 a dezembro de 2002, a indústria de fundos encolheu em termos reais. Em valores de dezembro de 2002, o total da carteira da indústria (que exclui os FAQs-FIF), que se encontrava, em dezembro de 2000, ao redor de R\$ 399.040 milhões, atingiu a marca de R\$ 346.137 milhões, com um crescimento dos FITVM e queda dos FIFs. Contudo, esse dado reflete as políticas de gestão dos FITVM, mais conservadoras, e o bom desempenho das bolsas em dezembro de 2000, onde se encontra o crescimento dos FITVM.

A queda dos volumes investidos nos FIFs é uma surpresa, pois normalmente os períodos conturbados foram favoráveis para os fundos que não operavam com ações. A introdução da marcação a mercado para o cálculo do valor das cotas dos fundos em 2001 foi o principal fator desse resultado. A marcação a mercado, prevista em lei desde 1995, é uma técnica de valorização de ativos que leva em conta o seu valor presente. Anteriormente à marcação a mercado, os títulos não sofriam qualquer correção, a não ser a determinada pela curva do papel. Quando a curva de mudava de posição por efeito da alteração nas taxas de juros, os efeitos não eram repassados automaticamente para a carteira dos fundos. A maior implicação desse fato é que os benefícios e prejuízos causados por tais mudanças, ao não serem repassados para as cotas, eram distribuídos assimetricamente.

Por exemplo, um aumento nas taxas de juros somente seria absorvido pelos fundos na medida em que investidores comessem a abandonar os fundos. O gestor do fundo seria então obrigado a liquidar alguns papéis para cobrir o valor das cotas, vendendo um volume de títulos superior ao que seria correspondente ao valor das cotas. Como as cotas restantes seriam um resultado da divisão do valor histórico do estoque de títulos pelo número de cotas, o valor das cotas seria reduzido mais do que proporcionalmente à perda de valor dos papéis. Desse modo, a marcação a mercado pode ser vista como um dispositivo criado para distribuir homogeneamente as perdas e benefícios por todos os s e evitar corridas contra os fundos.

---

<sup>38</sup> Entram nessa lista a crise das bolsas nos Estados Unidos, em 2000, e a subsequente dificuldade de recuperação da maior economia do mundo; a crise Argentina, em 2000 e 2002; e, no Brasil, a crise de confiança internacional que marca o período pré-eleitoral, especialmente a partir de junho de 2002.

Note-se, contudo, que o efeito da desvalorização desproporcional das cotas, quando o método empregado para avaliar a carteira é o valor histórico, somente seria verificado se os s efetivamente dessem ordem de venda das cotas. Caso não houvesse saídas líquidas de s, o valor das cotas não seria corrigido. Enquanto há assimetrias que possam ocorrer com a contabilização das cotas pelo método histórico, o emprego da marcação a mercado aponta imediatamente para a perda de valor das cotas em um momento de elevação dos juros.

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.

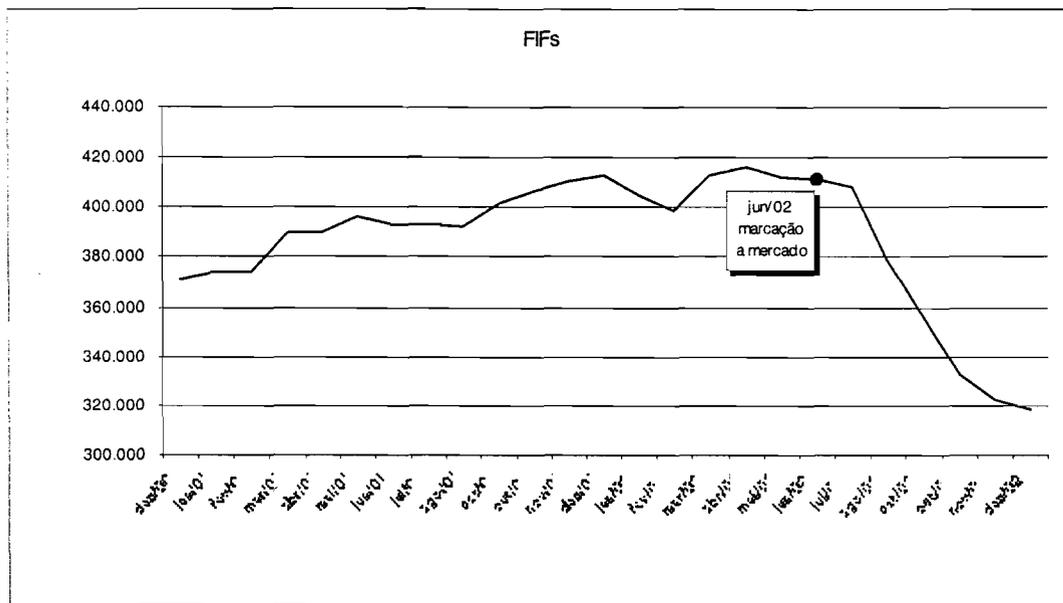
A modificação de regra de contabilização, em meio a uma ameaça de crise, estimulou a retirada de recursos dos fundos por parte do público. Essa atitude refletiu o fato de que a desvalorização das cotas ocorre independente da atitude dos demais s frente a um aumento nos juros. Sendo assim, diante de expectativas de aumento de juros, o saque das cotas se torna uma ação racional na medida em que o risco percebido aumenta.

Na medida em que a ameaça de aumento nas taxas de juros, se tornava mais evidente, tendo em vista o agravamento das variáveis anteriormente citadas e a elevação da inflação, houve grandes saques dos fundos. Tentando conter os saques, o Banco Central anunciou, em agosto, um programa de recompra de títulos públicos, especialmente LFTs, e a colocação de papéis de curto prazo. Ao mesmo tempo, a CVM permitiu aos FIFs contabilizar pela curva os papéis pós-fixados cuja maturidade seja inferior a 365 dias.

Os efeitos da marcação a mercado se materializaram quase imediatamente. De junho em diante, os saldos caíram aceleradamente, como mostra o gráfico 2.6. E mesmo depois do relaxamento da marcação a mercado e da política de troca de papéis por parte do Banco Central, as cotas dos fundos de investimento sofreram perdas equivalentes a 21% das aplicações entre dezembro de 2001 e dezembro de 2002. A desconfiança do público não estimulou os investimentos em FIFs com a elevação das taxas de juros, que tiveram início em outubro de 2002.

Assim, mesmo diante da grande instabilidade macroeconômica, as medidas destinadas a aumentar a transparência dos fundos e corrigir as distorções na distribuição dos ganhos, os fundos de investimento aprofundaram a tendência a manter ativos líquidos em carteira.

**Gráfico 2.6 – Evolução do patrimônio líquido dos FIFs**  
 Em R\$ milhões constantes (dez/2002)  
 Deflator: IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil – séries temporais

## 6. SUMÁRIO

A indústria de fundos sofreu inúmeras transformações causadas por mudanças institucionais e nos anos 90, especialmente a partir da introdução do real e do sucesso do plano de estabilização. Contudo, a conjuntura econômica permaneceu, por quase uma década, extremamente conturbada e exerceu uma força descomunal, atraindo os poupadores para as opções mais líquidas.

A indústria de fundos, servindo-se da liberdade crescente de organização, aposta na constituição de fundos que operam fundamentalmente no curto prazo. 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.

## CAPÍTULO III

### EFICIÊNCIA MICROECONÔMICA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL

#### 1. INTRODUÇÃO

Este capítulo é dedicado ao estudo de três questões associadas à microeconomia da indústria de fundos de investimento. A primeira se refere às justificativas para a demanda de fundos de investimentos. A segunda, aos fatores determinantes da oferta de fundos. A terceira, aos desenvolvimentos recentes da regulação da indústria no sentido de contornar conflitos de interesse entre as partes envolvidas.

Fundos mútuos de investimento são definidos como agrupamentos de poupança financeira em condomínio para fins de investimento. A justificativa da existência e do crescimento da indústria de fundos de investimento reside no fato de oferecer aos poupadores alternativas de aplicações financeiras mais eficientes. Isso significa que os fundos apresentam combinações dos atributos liquidez e rentabilidade (já ajustada ao risco e líquida de impostos, taxas e comissões) competitivas diante das alternativas disponíveis.

Como os dados dos capítulos anteriores demonstram, a indústria de fundos no Brasil experimentou um crescimento excepcional nos últimos anos, revelando-se uma alternativa competitiva para a alocação da poupança financeira frente às aplicações tradicionais em caderneta de poupança, CDBs, ações e demais ativos ao alcance dos poupadores. Será então correto afirmar que a explicação para o crescimento dos fundos residiria no fato de ser uma alternativa de investimento superior, em termos de rentabilidade (líquida de impostos, taxas e comissões e já ajustada ao risco)? Essa é o primeiro aspecto microeconômico abordado nesse texto.

O segundo aspecto refere-se aos elementos que incentivam a oferta do serviço de administração e gestão de fundos de investimento. A atividade de administração de fundos de investimento teria como objetivo maximizar lucros. Em princípio, os lucros dos administradores seriam decorrente das receitas com taxas de administração, uma função das taxas cobradas<sup>39</sup> e do volume total do patrimônio líquido sobre o qual as taxas incidem, supondo constante o custo de produção do serviço. Esses ganhos, por sua vez, seriam, em parte, influenciados pela natureza da concorrência entre os administradores.

No Brasil, os maiores administradores de fundos de investimento também são os maiores bancos múltiplos. Quais seriam os elementos que caracterizariam a estrutura de mercado da indústria de fundos de investimento que levariam a esse resultado?

O estabelecimento de fundos de investimento implica diversas relações econômicas, envolvendo clientes, a gestão dos fundos e os administradores, que no Brasil, em geral, são instituições financeiras. E onde há relações entre agentes econômicos há potencial para o surgimento de conflitos de interesses. O interesse dos cotistas é que o fundo cujas cotas detenham consiga obter o maior retorno ajustado ao risco e líquido de taxas. Já para o gestor

<sup>39</sup> Incluem-se nas taxas de serviço a taxa de administração, as taxas de entrada e saída e a taxa de performance.

do fundo, o fundamental seria maximizar os ganhos com a cobrança por seus serviços prestados aos administradores. Quanto aos administradores, esses, por sua vez, procurariam, através da cobrança de comissões aos clientes, obter o maior lucro possível. É evidente que dado *coeteris paribus*, quanto maiores os ganhos de um dos agentes envolvidos, menores os ganhos dos demais. Essa oposição de interesses encontra diversas soluções em economias de mercado.

Em mercados perfeitamente competitivos, os conflitos de interesses podem ser resolvidos por meio do funcionamento do mecanismo de preços. Os fundos que apresentem desempenhos inferiores, do ponto de vista do cliente, acabarão sendo eliminados do mercado pelos fundos mais eficientes. Do mesmo modo, se os gestores de fundos estão em concorrência, os gestores menos eficientes deixarão de trabalhar para os administradores de fundos, perdendo espaço para os mais eficientes. Conseqüentemente, as comissões cobradas por gestores e administradores tenderiam a um valor próximo, e as rentabilidades dos fundos, devidamente ajustadas ao risco, acabariam por se tornar semelhantes.

Entretanto, é admissível que haja distorções que comprometam o funcionamento perfeitamente competitivo do mercado de fundos. A incerteza quanto ao futuro, a assimetria de informações e os custos de transação, bem como a diferença de poder econômico dos agentes envolvidos, introduzem distorções não desprezíveis nas relações mediadas pelo mercado. Os conflitos entre clientes dos fundos e a administração dos fundos; entre administração dos fundos e demais negócios da instituição administradora; e entre os próprios administradores podem introduzir problemas capazes de ameaçar o desenvolvimento dos mercados, trazer a solvência para instituições e ameaças de crises. Para evitar o surgimento de conflitos não resolvíveis pelos mercados e/ou mitigar seus efeitos, existem instituições.

**Nesse sentido, como tem evoluído o ambiente institucional que regula as atividades dos fundos de investimento para minimizar as possibilidades de conflitos de interesse e mitigar seus efeitos danosos?**

## **2. A DEMANDA RECENTE POR FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL**

Desde a reforma de 1991, a demanda por fundos de investimento tem crescido rapidamente. Comparado com as demais aplicações financeiras mais populares, em especial, a caderneta de poupança e os certificados de depósito interbancários (CDBs), é notável a ascensão dos fundos de investimento.

Durante a década de 80, com a escalada inflacionária e o surgimento dos fundos de renda-fixa, a manutenção de ativos sob a forma de M1 perdeu espaço para as demais aplicações financeiras. Contudo, o mais notável durante esse período foi o crescimento da indústria de fundos, que vai se tornando progressivamente preferida como forma de aplicação, devida à alta liquidez e rentabilidade oferecida. Já em 1989, os fundos representam 89% dos saldos em caderneta de poupança e 158% dos depósitos a prazo.

De 1990 até 1994, depois dos efeitos desorganizadores do confisco do governo Collor, a indústria de fundos retoma seu crescimento, chegando ao final de 1994 como uma forma de aplicação financeira que superava, em termos de saldos, folgadoamente a caderneta de

poupança e praticamente ficava em condições de igualdade com os depósitos a prazo. Com o advento da estabilidade, os fundos se tornaram a principal forma de aplicação financeira, tendo se consolidado na condição de alternativa de investimento financeiro mais atraente.

**Tabela 3.1 – Evolução dos fundos de investimento no conjunto de ativos financeiros selecionados**

Saldo em Final de Período - Em R\$ mil, de dezembro de 2002 (IGP - DI)							
Ano	M1 (a)	Caderneta de Poupança (b)	Depósitos à Prazo (c)	Fundos de Investimento (d)	(d)/(a) %	(d)/(b) %	(d)/(c) %
1980	126.215.780	83.587.347	54.257.261	5.364.637	4,3	6,4	9,9
1981	121.320.931	108.053.422	67.843.926	5.393.346	4,4	5,0	7,9
1982	101.111.516	124.534.900	74.059.984	5.767.188	5,7	4,6	7,8
1983	64.248.102	127.096.005	67.412.550	9.586.031	14,9	7,5	14,2
1984	59.884.625	135.150.115	84.873.667	14.057.688	23,5	10,4	16,6
1985	72.245.306	140.416.264	96.238.469	25.179.014	34,9	17,9	26,2
1986	178.065.558	128.949.322	113.987.118	17.383.711	9,8	13,5	15,3
1987	78.510.910	167.512.854	72.839.195	26.415.732	33,6	15,8	36,3
1988	46.263.624	173.295.446	73.299.595	52.444.781	113,4	30,3	71,5
1989	36.466.493	114.088.889	59.399.764	94.323.264	258,7	82,7	158,8
1990	56.333.764	53.163.967	60.253.535	27.721.605	49,2	52,1	46,0
1991	35.368.590	61.370.691	71.900.000	46.720.662	132,1	76,1	65,0
1992	27.197.758	73.212.150	123.694.000	43.112.808	158,5	58,9	34,9
1993	21.590.560	95.206.774	40.900.000	59.727.636	276,6	62,7	146,0
1994	57.440.152	115.401.960	145.418.000	132.451.724	230,6	114,8	91,1
1995	62.617.518	141.235.815	179.061.000	151.005.686	241,2	106,9	84,3
1996	59.918.266	146.043.257	161.096.000	241.468.998	403,0	165,3	149,9
1997	88.578.062	183.675.316	161.762.000	257.066.423	290,2	140,0	158,9
1998	93.235.133	199.392.333	163.487.000	273.141.697	293,0	137,0	167,1
1999	96.149.261	170.719.018	145.002.000	344.904.330	358,7	202,0	237,9
2000	103.767.415	156.219.691	125.502.000	407.594.231	392,8	260,9	324,8
2001	105.815.190	151.732.676	136.018.000	450.875.546	426,1	297,2	331,5
2002	108.254.517	141.010.475	137.603.000	357.727.291	330,5	253,7	260,0

Nota: Saldo dos Fundos de Investimento não incluem Fundos de Aplicações em Cotas

Fonte: Séries Temporais do Banco Central; Boletim do Banco Central; Sistema de Informações da Anbid.

Evidentemente, o quadro acima não explora o universo das alternativas de aplicação financeiras. Durante esse período, outras alternativas, tais como o ouro, o dólar, os imóveis e as ações, por exemplo, estiveram disponíveis para os poupadores como forma de manutenção da riqueza. É preciso lembrar, entretanto, que o atributo de liquidez desses ativos os isolava em uma classe especial de aplicação financeira.

O mercado de dólares paralelo, no Brasil, nunca teve dimensões próximas aos agregados acima. Envolve operações em mercado paralelo e, antes da estabilização, não raro eram os momentos em que os *spreads* entre os preços de compra e venda se mantiveram elevados. Os riscos de falsificação, a ilegalidade das operações e as possibilidades de perdas,

ao menos no curto prazo, removiam a liquidez desse mercado. No caso dos imóveis, a exigência de limites mínimos altos para a aquisição de unidades, a imobilidade do ativo, os custos de conservação, e a inexistência de um mercado organizado expunham aqueles que os detinham a possibilidade de perdas, especialmente no caso de precisarem, rapidamente, convertê-los em moeda.

No caso do ouro e das ações, além dos próprios custos para operação e as dificuldades para compreender os fatores que determinam suas cotações, tornaram tais mercados inacessíveis para a maior parte do público. Recentemente, no caso das ações, a difusão do *home broker*, por meio do qual é possível operar nas bolsas a partir de um computador instalado em casa ligado à internet, o acesso a esse mercado se tornou mais simples. Essa dificuldade, por certo, não impede o acesso dos grandes investidores às bolsas. Não obstante, há as dificuldades associadas à complexidade envolvida na análise do comportamento desses mercados que constitui em um obstáculo importante, que associado à volatilidade das cotações remove, expõe os clientes a um risco de liquidez não facilmente mensurável.

As facilidades para o investimento em poupança e CDBs, assim como em fundos de investimento, assim como a liquidez desses ativos lhes fez alçar à condição dos preferidos do público. É importante chamar atenção do fato de que enquanto a poupança e os CDBs financiam as operações dos bancos que os emitem, os fundos de investimento tem por função, precisamente, dar acesso ao público a mercados considerados inacessíveis.

Entre esses mercados, localiza-se o mercado de títulos públicos. Sendo até bem recentemente um mercado de acesso restrito a instituições financeiras, os títulos públicos poderiam ser objeto de investimento através das operações de overnight ou da aquisição de fundos de investimento<sup>40</sup>. Contudo, proibidas desde 1990, as operações de *overnight* entre instituições financeiras e pessoas físicas deram vez aos fundos de investimento.

Aliás, desde os anos 80, a indústria de fundos passou por várias transformações em direção a uma indústria mais diversificada. Não obstante, investidores no Brasil que procuraram aplicações em fundos de investimento apresentaram um viés claramente favorável à renda fixa, como indicado no capítulo anterior, sendo um dos principais canais para a colocação de títulos públicos. Esse quadro parece ter se agravado nos últimos anos, com a expansão da dívida pública e a excelente remuneração desses papéis. Como os dados das tabelas abaixo demonstram, o nítido predomínio dos fundos que operam com renda-fixa evidencia tal fato, assim como o conjunto de ativos de todos os fundos se dirigiu para a renda-fixa.

Esse resultado, discutido nos capítulos anteriores, revela a percepção corrente de que os retornos das operações com ações e demais valores mobiliários não fosse compensar o risco que envolveu os ativos de renda variável. A incerteza tornou bastante difícil a elaboração de

---

<sup>40</sup> Há apenas dois anos, o Tesouro Nacional instituiu um sistema denominado Tesouro Direto. Por meio desse sistema, as pessoas físicas e jurídicas-não financeiras passaram a ter acesso ao mercado de títulos públicos federais. Para tanto, basta acessar o *site* de uma instituição financeira credenciada, pagar uma comissão e adquirir diretamente os títulos. A cada quarta-feira, através de um sistema de leilões, os portadores de títulos públicos podem liquidá-los aos preços de mercado.

perspectivas de crescimento sustentado confiáveis, fato que não se modificou com o sucesso da estabilização de preços durante o Plano Real. Entre os componentes que ampliaram a incerteza, pode-se identificar a recorrência de episódios em que se lançou mão da elevação das taxas de juros e da indução de recessões, por meio da política econômica. De mais a mais, a elevação de juros tornou progressivamente mais atraente a renda-fixa, especialmente no caso em que eram lastreadas por títulos públicos.

**Tabela 3.2 – Participação dos Fundos de Investimento Financeiro e em Títulos e Valores Imobiliários no Total do Patrimônio Líquido da Indústria – em % do total<sup>1</sup>**

Ano	Fundos de Investimento		Subtotal <sup>2</sup>
	Financeiro	Títulos e Valores Mobiliários	
1990	96,0	4,04	100,00
1991	89,4	4,17	93,57
1992	92,7	4,59	97,26
1993	83,7	13,56	97,23
1994	77,3	5,10	82,36
1995	85,9	2,91	88,80
1996	85,1	4,31	89,42
1997	78,5	11,22	89,74
1998	86,4	8,68	95,06
1999	84,5	9,26	93,74
2000	90,9	5,39	96,32
2001	91,5	4,99	96,54
2002	88,9	7,87	96,76

Nota: 1) No total utilizado para o cálculo dos percentuais não estão computados os fundos de aplicação em cotas. 2) O subtotal não equivale a 100% refletindo a presença dos fundos extramercado e fundos estrangeiros.

Fonte: Banco Central do Brasil

**Tabela 3.3 - Direcionamento da Carteira da Indústria de Fundos de Investimentos – saldos de fim de período - participação percentual**

Ano	Títulos Públicos Federais	Certificados de Depósitos	Operações Compromissadas	Ações e Debêntures	Demais Aplicações	Total da Carteira
1991	16,5	20,9	6,1	-	56,5	100,0
1992	23,8	17,3	2,1	-	56,7	100,0
1993	30,7	46,8	1,6	11,2	9,6	100,0
1994	20,8	42,8	2,1	5,8	28,5	100,0
1995	29,0	26,0	15,7	6,1	23,1	100,0
1996	36,1	11,8	28,1	5,1	18,9	100,0
1997	37,3	12,1	23,4	12,7	14,5	100,0
1998	63,0	7,2	10,5	9,8	9,5	100,0
1999	70,0	5,6	8,8	10,4	5,3	100,0
2000	67,8	5,3	12,3	3,3	11,3	100,0
2001	62,5	7,5	12,7	4,4	13,0	100,0
2002	54,7	5,7	20,9	5,1	13,6	100,0

Notas: 1) Não há informações sobre o direcionamento da carteira dos fundos de ações, fundos de investimento de capital estrangeiro e fundos de renda fixa para os anos de 1991 e 1992; 2) Exclui informações sobre o direcionamento da carteira dos fundos extra-mercado; 3) Nas demais aplicações pode haver aplicações nos ativos descritos nas demais colunas.

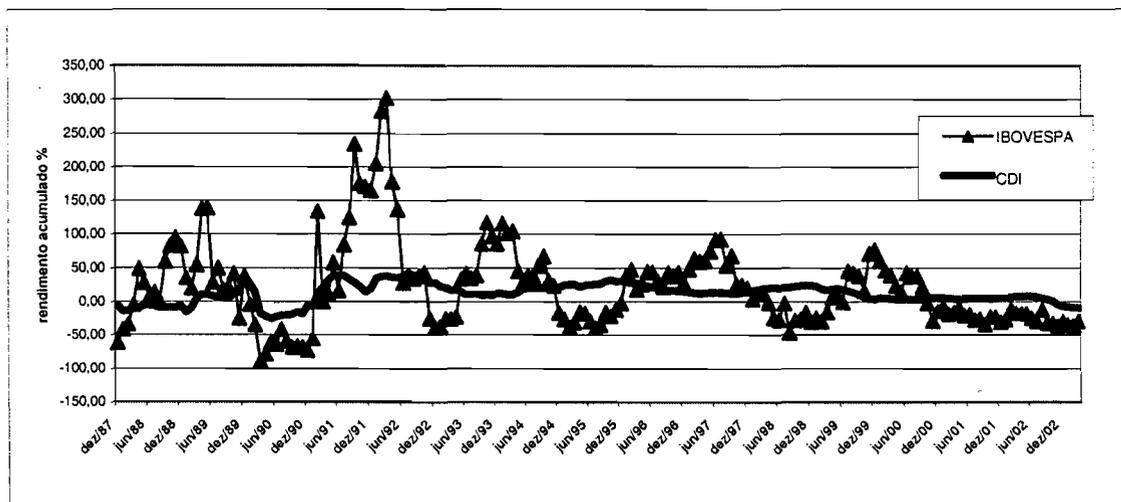
O gráfico 3.1 mostra a evolução da taxa SELIC e da variação do IBOVESPA, deflacionadas pelo IGP-DI/FGV, acumulados em 12 meses. É possível identificar diferentes padrões de comportamento para as duas séries. Em primeiro lugar, durante todo o período, as oscilações no IBOVESPA foram muito superiores ao CDI, ainda que tenham, sido atenuadas depois da introdução do real, um efeito da queda da inflação. Em quase todo o período considerado, a renda fixa apresentou rendimento real positivo, com exceção para o período de repique inflacionário do final do ano, 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.

Esse tipo de comportamento das bolsas de valores frente à remuneração de títulos de renda-fixa com grande liquidez parece responder pelo afastamento dos investidores das bolsas de valores no Brasil, como aponta a evolução do volume do mercado à vista da BOVESPA. 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. Na verdade, o investimento em ações envolve despesas de manutenção na forma de taxas de custódia, uma função do tempo e volume de ações, e o pagamento de comissões para cada transação efetuada. 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.

A despeito dos custos de transações envolvidos nas operações com bolsas de valores, é interessante observar a presença significativa das pessoas físicas, uma presença superior a dos investidores institucionais e do mesmo porte que a participação dos fundos de investimento. Poderia se argumentar que esse seja um efeito decorrente da difusão do *home broke*”, por meio do qual é possível ao correntista de uma distribuidora de títulos e valores mobiliários se conectar diretamente ao pregão e dar ordens de compra e venda pela internet. Não obstante, essa tem sido uma tendência da bolsa de valores de São Paulo. Além disso, os volumes

negociados por pessoas físicas têm, nos últimos dois anos, diminuído em termos nominais, exatamente em um período em que se difundiu o sistema *home broker*. Contudo, a baixa atratividade do investimento em ações manteve a participação das pessoas físicas nas transações com ações.

**Gráfico 3.1** Rendimento Real Acumulado em 12 meses  
Taxa CDI Mensal e Variação Mensal do IBOVESPA  
Deflacionados pelo IGP-DI/FGV



Nota: Rendimento acumulado por 12 meses até a data de referencia

Fonte: Bolsa de Valores do Estado de São Paulo e Banco Central do Brasil

Se a movimentação de ações das pessoas físicas nas bolsas for um indicador da participação das pessoas físicas no estoque de ações, coloca-se uma questão importante no que se refere à esperada preferência pelos fundos. Ao menos em tese, o mercado de ações envolve análise sofisticada, exigindo acompanhamento de uma grande quantidade de informações sobre várias ações e sobre o mercado financeiro, além de elaboração sobre as informações sobre as empresas correspondentes e sobre os mercados onde operam. Também em tese, se a operação em mercados de ativos envolve custos significativos para agentes isolados por implicar a coleta e análise de muitas informações, os fundos de investimento obteriam vantagem frente ao investidor individual. Desse modo, a grande participação das pessoas físicas permanece um elemento a ser investigado, podendo, a princípio, colocar em questão a maior eficiência dos fundos de investimento no Brasil nos últimos anos.

De todo modo, há volumes expressivos de recursos investidos em bolsas e em títulos diversos por meio de fundos, o que indica a existência de expectativas favoráveis sobre sua eficiência, ao menos em parte do público. Para esse segmento de clientes, operações diretas com os ativos mais convencionais – poupança e CDBs, no caso de fundos de renda fixa – mas, também, com ativos de maior risco – por exemplo, ações e derivativos – há a expectativa de que obteriam resultados inferiores aos que poderiam ser alcançados por meio de fundos. Não há, entretanto, estudos sobre o público que investe pessoalmente seus recursos em bolsa, ou

demais títulos, nem mesmo sobre os que aplicam seus recursos em fundos de ações ou de renda-fixa, o que limita a capacidade de explicar os determinantes desse comportamento.

**Tabela 3.4 – Mercado à vista, volume (compra e venda) anual da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – em R\$ milhões, valores correntes**

Investidores	2002		2001		2000		1999		1998	
	valor	%								
<b>Pessoas Físicas</b>	42.742	18,4	46.968	23,5	57.619	18,5	37.219	14,6	28.326	10,7
<b>Institucionais</b>	40.462	17,4	42.139	21,1	52.554	16,8	43.704	17,1	49.128	18,6
Companhias Seguradoras	1.784	0,8	1.585	0,8	1.830	0,6	1.123	0,4	1.323	0,5
Fundos de Pensão e de Seguridade	8.436	3,6	10.156	5,1	15.291	4,9	11.652	4,6	9.915	3,7
<i>Fundos Mútuos e Clubes de Investimento.</i>	<i>30.241</i>	<i>13,0</i>	<i>30.398</i>	<i>15,2</i>	<i>35.434</i>	<i>11,4</i>	<i>30.930</i>	<i>12,1</i>	<i>37.890</i>	<i>14,3</i>
<b>Investidores Estrangeiros</b>	66.631	28,7	67.545	33,8	74.267	23,8	64.939	25,5	75.076	28,4
<b>Empresas Públicas e Privadas</b>	4.971	2,1	5.958	3,0	7.417	2,4	6.057	2,4	7.751	2,9
<b>Instituições Financeiras</b>	76.916	33,1	87.738	44,0	119.646	38,4	102.750	40,3	103.720	39,2
Banco Comerciais e Múltiplos e Sociedades Financeiras	31.679	13,7	30.846	15,5	47.756	15,3	44.444	17,4	49.941	18,9
Bancos de Investimento, DTVM e Corretoras	45.237	19,5	56.892	28,5	71.890	23,0	58.306	22,9	53.779	20,3
<b>Outros</b>	350	0,2	334	0,2	416	0,1	255	0,1	535	0,2
<b>Total Geral</b>	232.073	100,0	250.789	100,0	311.920	100,0	254.923	100,0	264.536	100,0

Fonte: Bovespa

No gráfico abaixo compara-se, *grosso modo*, o resultado, em termos de rentabilidade, dos fundos frente a seus ativos de referência, ou benchmarks. Nesta etapa do trabalho, a comparação terá com ponto de partida a agregação dos fundos em dois grandes grupos: os fundos de ações e os fundos de renda fixa. O objetivo é compará-los com ativos de referência mais amplos, os CDBs e a Poupança, para os primeiros; IBOVSPA, para os fundos de ações.

Entre os fundos de ações foram incluídos os fundos de ações tradicionais, os fundos de ações carteira-livre e, a partir do final de 2000, os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM). Quanto aos fundos de renda fixa, eles incluem os fundos de renda-fixa, renda-fixa curto prazo, fundos de aplicações financeiras (FAFs) e fundos de investimento financeiro (FIFs).

Para o cálculo da rentabilidade de cada agregado, foram deixados de fora os fundos desenhados para aplicação das reservas técnicas dos fundos de previdência e os fundos de privatização. Os primeiros competiam em um nicho específico de clientes, enquanto os demais se alimentaram de recursos canalizados do FGTS, cuja remuneração e liquidez são baixas. Nesse último caso, a rentabilidade possivelmente superior da aplicação foi um atrativo, mas, possivelmente, um fator que engordou tais fundos foi a possibilidade dos trabalhadores

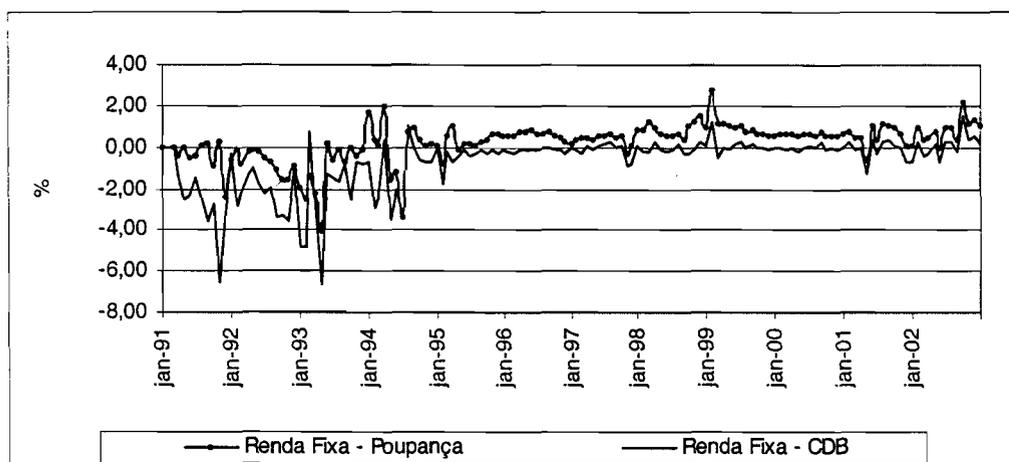
poderem sacar seus recursos do FGTS aplicados em tais fundos depois de um ano. Por meio desse mecanismo, os fundos de privatização conferiram liquidez elevada aos recursos do FGTS.

Foram também excluídos no cálculo do rendimento os fundos de investimento capital-estrangeiro, com objetivo de centrar o foco na análise do comportamento dos aplicadores brasileiros, e os fundos no exterior, por sua reduzida dimensão e por sua especificidade em termos das variáveis econômicas envolvidas na sua análise.

### Gráfico 3.2 - Diferencial de Rentabilidade: Fundos de Renda Fixa versus Poupança e CDB

Rentabilidade mensal em termos reais

Deflator: IGP-DI



Fonte: Boletim Mensal do Banco Central e Anbid.

No gráfico 3.2 é retratada a diferença de rentabilidade real mensal entre os fundos de investimento em renda fixa e as duas alternativas de aplicação financeira mais populares: a caderneta de poupança e os CDBs de 30 dias. Um primeiro elemento que chama atenção é que a diferença entre os rendimentos frente à caderneta de poupança é maior do que a diferença frente aos CDBs, o que é devido ao fato da remuneração da caderneta de poupança ter sido sempre ser menor do que a dos CDBs. De fato, os CDBs apresentam liquidez menor do que a poupança, ainda que a remuneração empregada nesse exercício refira-se aos CDBs de 30 dias. Ademais, a remuneração dos CDBs é bruta, não contemplando o desconto do imposto de renda, enquanto a remuneração da caderneta de poupança é isenta.

Em segundo lugar, é possível identificar duas fases distintas desde a reforma da indústria de fundos, de 1991. A primeira, anterior à introdução do real, é caracterizada pela nítida desvantagem dos fundos frente ao rendimento dos CDBs e da caderneta de poupança. O peso dos FAFs e seu baixo rendimento influenciou esse resultado. A partir de então, os fundos superaram por quase todo o tempo a caderneta de poupança e se apresentaram como alternativas competitivas frente aos CDBs, com a vantagem de apresentarem maior liquidez. Além disso, a introdução da cobrança da CPMF adicionou um viés favorável à aplicação de recursos em fundos frente aos CDBs de 30 dias quando o horizonte de investimento se estende

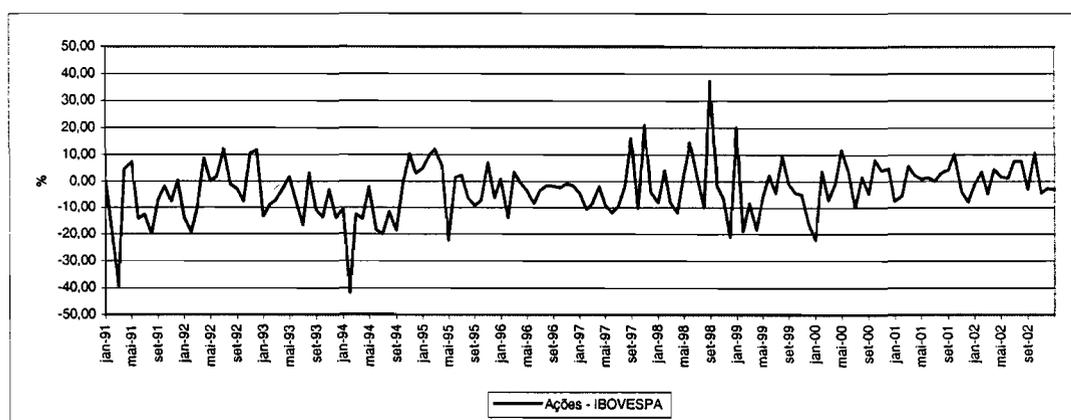
por um período superior a um mês<sup>41</sup>. Essas características possivelmente respondem pela ampla crescente aceitação dos fundos de renda-fixa no período considerado.

No caso da comparação entre o IBOVESPA e os Fundos de Ações (ver gráficos 3.3 e 3.4), a volatilidade do indicador semelhante ao empregado acima (Rentabilidade dos Fundos de Ações menos a variação mensal do IBOVESPA) traz muitas dificuldades para uma análise baseada na inspeção visual do gráfico, exigindo a introdução de variáveis adicionais.

### Gráfico 3.3 Diferencial de Rentabilidade: Fundos de Ações versus IBOVESPA

Rentabilidade mensal em termos reais

Deflator: IGP-DI

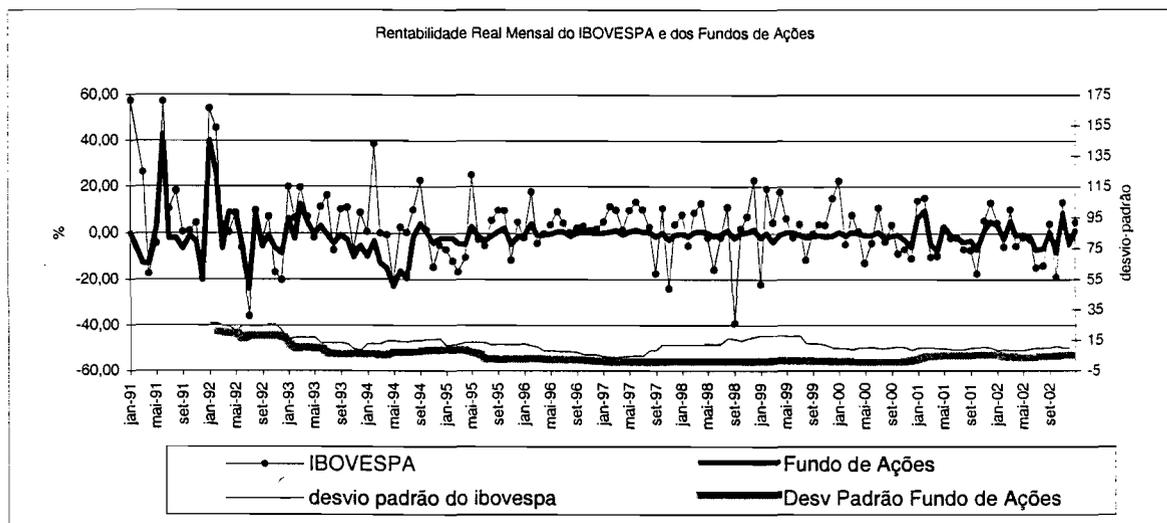


Fonte: Banco Central do Brasil, Anbid e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.

No gráfico 3.4 compara-se diretamente a rentabilidade mensal dos fundos de ações com a variação do IBOVESPA, ambos em valores deflacionados pelo IGP-DI do mês correspondente. Além disso, adiciona-se duas curvas referentes aos desvios-padrão do IBOVESPA e dos fundos de ações, calculados com base nos últimos doze meses, incluindo o mês de referência, e uma curva refletindo a média aritmética das variações mensais do IBOVESPA.

<sup>41</sup> A cobrança da CPMF (contribuição provisória sobre movimentação financeira) taxava a re-aplicação de recursos. Desse modo, ao se comparar a rentabilidade de CDBs de trinta dias e dos fundos de renda fixa, é preciso abater da rentabilidade dos primeiros o custo com essa tarifa. Esse fator, contudo, não foi capturado pelo gráfico.

**Gráfico 3.4 - Rentabilidade Real Mensal (e desvio padrão – eixo secundário) do IBOVESPA e dos Fundos de Ações**  
 Deflator – IGP-DI



Fonte: Boletim Mensal do Banco Central e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

Observa-se uma queda significativa na oscilação do IBOVESPA, até a crise da Ásia, em 1997. A partir de então, o desvio padrão se eleva, indicando 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, principalmente pelo Anexo IV. 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. Se for assim, 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 à 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 do desvio-padrão da variação do IBOVESPA. Esse comportamento é amenizado a partir de metade de 1999, mas é acompanhado por uma tendência de rentabilidade mensal real média (ver linha de média móvel das últimas 12 observações) para próximo a zero.

No que se refere aos fundos de investimento, observa-se a tentativa dos gestores de fundos acompanharem a boa fase do IBOVESPA até 1995, com uma gestão de portfólio bem mais ousada, ou seja, uma gestão que apostou na ampliação do espaço para ações nos portfólios que, por sua vez, passaram a apresentar um desempenho próximo ao desempenho positivo das ações. Esse comportamento começou a se modificar a partir de 1995.

Desde a crise mexicana, observa-se uma tendência dos fundos a evitar portfólios muito sensíveis ao IBOVESPA, o que fica evidente na queda do desvio-padrão de sua rentabilidade. 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. Contudo, tendo em vista as elevadas taxas de juros e da crescente oferta de títulos pós-fixados, a progressiva transformação dos portfólios indica, também, uma estratégia ofensiva que visava garantir rentabilidade atraente para esses fundos e evitar seu fechamento.

Em resumo, os dados a esse nível de agregação sugerem que: (a) a elevada rentabilidade da renda fixa, superior às aplicações com ações, tenha induzido o público na direção dos fundos de renda-fixa; (b) a composição dos fundos de renda-fixa e de ações privilegiou os títulos de renda-fixa, como é o caso do aumento de demanda de debêntures, mas, especialmente títulos do governo federal, que a partir de 1997, passaram a render taxas de juros elevadas e a oferecer diversas opções de *hedge* para oscilações nos juros e nas taxa de câmbio.

Esses resultados ocultam desempenhos diferenciados no interior da indústria, especialmente no período recente. Nos anos 90, a regulamentação sobre os fundos de investimento foi crescentemente mais liberalizante e permitiu a composição mais livre das carteiras. De acordo com o modelo CAPM, a maior liberdade, permitiria uma diversificação mais eficiente (melhor relação entre risco e retorno) e, ao mesmo tempo, a proliferação de tipos de fundos de investimento, refletindo as diversas preferências dos agentes por risco. De uma perspectiva teórica diferente, a presença de imperfeições no mercado e a operação de fundos sob incerteza, em um ambiente de maior liberdade de diferenciação de portfólio, poderia também induzir a maior diversificação de fundos como reflexo de diferentes preferências entre risco e retorno e diferentes expectativas de risco e retorno (seja por efeito de assimetria de informação ou presença de incerteza).

Uma brevíssima revisão dos trabalhos pioneiros citados sobre fundos de investimento no Brasil. Nos trabalhos publicados em periódicos nacionais, encontram-se os de Vital (1973), Contador (1975) e Nei Brito (1991). Eles desenvolveram avaliações do desempenho dos fundos, cobrindo os primeiros 15 anos da indústria, desde a reforma 64/66. É importante lembrar que a indústria nessa fase operava sob regras bastante mais restritivas do que hoje em dia. A indústria contava com dois tipos de fundos: os fundos mútuos de investimento e os fundos de ações, e a maior parte (60% para os fundos mútuos e 80% para os fundos 157) do seu portfólio deveria estar empregada em ações e debêntures.

Vitor (1973) e Contador (1975) encontraram resultados decepcionantes para os fundos, em especial no caso dos fundos fiscais 157, tanto no que se refere ao desempenho comparado com outras alternativas de aplicação financeira como com referência aos IBV-RJ e IBOVESPA. Segundo suas conclusões, os fundos não conseguiram superar os índices de bolsa e, a partir de 1972, além disso, o desempenho dos fundos foi inferior à inflação, apresentando-se como alternativa não competitiva quando comparado a aplicações financeiras mais simples,

tais como as cadernetas de poupança. O resultado desse comportamento, em termos da indústria, foi o esvaziamento dos fundos de investimento<sup>42</sup>.

Nei Britto (1981) encontra resultados semelhantes aos resultados anteriores, mas aponta para o menor retorno dos fundos 157 frente aos fundos mútuos de investimento. Ele explica esse resultado pelo desinteresse dos cotistas dos Fundos 157 – cujos recursos se originaram de renúncia fiscal – e por seu desconhecimento quanto às regras de funcionamento e quanto à bolsa, de um modo geral. A falta de monitoramento por parte dos clientes e, possivelmente, a insuficiente supervisão da gestão dos fundos seria uma das causas do baixo rendimento dos fundos fiscais frente aos demais fundos de investimento<sup>43</sup>.

Em trabalho mais recente, Bessa (2002) analisa o desempenho dos fundos IBOVESPA ativos, que são fundos de ações que pretendem explicitamente superar o índice IBOVESPA. Os dados empregados para realizar esse teste se originaram do Banco de Dados de Fundos de Investimento da Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID), limitados ao período de cinco anos que vai de dezembro de 1997 até dezembro de 2001, e referem-se aos rendimentos diários de fundos ativos, ou seja, aqueles que explicitamente tinham como objetivo superar o desempenho do IBOVESPA. O método empregado consiste no cálculo do Índice Sharpe Generalizado (ISG), tal como denominado por Nei Brito (1995), para a avaliação da persistência de performance anual dos fundos no que se refere à capacidade de estar à frente dos demais fundos na tentativa de superar o benchmark da indústria, ou seja, o IBOVESPA.

Entre seus resultados mais significativos encontra-se, em primeiro lugar, o fato de que os fundos de ações ativos não superaram o desempenho dos certificados de depósito interbancário, eleito como o ativo sem risco, tendo em vista as elevadas taxas de juros do período e o baixo rendimento do IBOVESPA. Em segundo lugar, não foi possível rejeitar a hipótese prevista pelo modelo CAPM de que os gestores de fundos não conseguem sistematicamente estar acima do IBOVESPA e nem da mediana da performance da indústria.

Os trabalhos de Vitor, Contador e Nei Brito referem-se a um período em que os fundos de investimento estavam sujeitos à regras de composição patrimonial mais restritiva, enquanto o trabalho de Bessa (2002) referiu-se exclusivamente aos fundos de ações ativos, não se voltando para análise do desempenho de sub-seguintes da indústria segundo a composição do seu portfólio. Tais trabalhos não permitem associar diferenças de performance a perfis diferenciados dos fundos, objeto de interesse neste capítulo.

---

<sup>42</sup> Conferir o capítulo I.

<sup>43</sup> Os fundos 157 recebiam recursos provenientes do imposto de renda a pagar. Em geral, a aplicação dos recursos era influenciada pelo gerente dos bancos onde a declaração de imposto era entregue. O desinteresse dos clientes no acompanhamento dos fundos, a precariedade das regras que obrigavam a publicação dos resultados e a deficiente supervisão dos fundos permitia aos gestores o uso de práticas que inflavam os resultados dos fundos ao final do ano – como a conhecida troca de chumbo, em que gestores de fundos diferentes compravam papéis que pertenciam às carteiras dos demais, aumentando temporariamente o preço das ações e o valor das carteiras. Suspeita-se que tais fundos realizavam muitas operações de compra e venda com corretoras do próprio conglomerado financeiro tendo em vista o aumento das receitas com comissões além da cobrança de elevadas taxas de administração.

A avaliação preliminar do desempenho diferenciado dos fundos de investimento, segundo seu perfil, é desenvolvido neste trabalho por meio da análise da performance dos tipos de fundos. Os tipos referem-se aos agrupamentos de fundos por perfis de aplicação, de acordo com as regras de enquadramento definidas pela ANBID. Esta instituição disponibiliza uma base de informações que permite extrair dados mensais acerca do valor do patrimônio líquido e rentabilidade média por cada tipo de fundo. O banco de dados da ANBID reúne aproximadamente 96% de todo o patrimônio líquido da indústria, o que lhe confere grande representatividade. Serão empregados dados que cobrem o período que se inicia em dezembro de 1997 e vai até dezembro de 2002.

Ao longo desse período, surgem e se encerram vários tipos de fundos em momentos específicos, devido a grandes mudanças nas regras de classificação adotadas pela ANBID. Ainda que tenha havido alterações marginais em vários momentos, é possível a distinção de três subperíodos em que há o desaparecimento de um grande número de tipos de fundos e o aparecimento de outros, certamente refletindo transformações na própria indústria, determinada tanto pela legislação como pela ação do mercado. Cada momento desses será chamado aqui de **enquadramento**<sup>44</sup>.

O **primeiro enquadramento** vigorou de dezembro de 1997 até julho de 1999. O **segundo enquadramento** se inicia em agosto de 1999 e continua em vigor até março de 2001, quando se **inicia o terceiro enquadramento**, em vigor até o final da amostra, em dezembro de 2002. Deve-se notar que o enquadramento torna difícil a realização de considerações estatísticas mais precisas a partir de dados mensais sobre os tipos de fundos, uma vez que a maioria das classes apresenta uma vida curta, de 18 meses para os fundos surgidos no primeiro enquadramento, 19 meses no segundo enquadramento e 21 meses no terceiro enquadramento.

O exercício desenvolvido aqui será a comparação da performance de cada classe de fundos no período delimitado por cada enquadramento. Estarão excluídos os fundos já anteriormente assinalados, porque o interesse aqui se circunscreverá aos fundos que disputam clientes que têm maior liberdade de escolha entre as demais alternativas de investimento. Além disso, em cada enquadramento, serão consideradas apenas os tipos de fundos com “vida” igual ou maior que a metade do período de cada enquadramento e apenas serão considerados os dados, para cálculo de desempenho em cada enquadramento, localizados no interior de cada enquadramento.

O cálculo da performance será dado pelo Índice Sharpe Generalizado (ISG) e pelo Índice Sharpe Tradicional (IST) compreendendo apenas o período de vida de cada classe de fundo no interior de um enquadramento. O cálculo do ISG e do IST indica a performance do fundo referente ao benchmark da indústria, e em relação ao ativo sem risco, apontado aqui como o certificado de depósito interbancário (CDI). No caso de impossibilidade da identificação do benchmark, apenas o IST será calculado. O índice Sharpe procura avaliar em quanto o risco do portfólio que excede o risco do mercado ou do ativo sem risco é remunerado. Desse modo, pode-se interpretar que quanto maior o índice Sharpe, maior a remuneração do risco do portfólio que excede ao parâmetro.

---

<sup>44</sup> Ver no anexo os tipos de fundos consideradas em cada enquadramento.

As fórmulas do ISG e do IST são as seguintes:

$$\text{ISG} = (\mu_f - \mu_b) / (\sigma_{f-b}) \qquad \text{IST} = (\mu_f - \mu_{\text{cdi}}) / (\sigma_{f-\text{cdi}})$$

Onde  $\mu_f$  é o retorno mensal médio da classe de fundos f;  $\mu_b$  é o retorno médio do benchmark;  $\mu_{\text{cdi}}$  é o retorno mensal médio do CDI;  $\sigma_{f-b}$  é desvio-padrão da diferença dos retornos mensais da classe de fundos f e do benchmark, assim como  $\sigma_{f-\text{cdi}}$  é o desvio-padrão da diferença dos retornos mensais da classe de fundos f e do CDI.

A esses índices mais convencionalmente empregados, adiciona-se um terceiro, o índice Sharpe que toma como parâmetro o rendimento das cadernetas de poupança é:

$$\text{IST}_{\text{poupança}} = (\mu_f - \mu_{\text{poupança}}) / (\sigma_{f-\text{poupança}})$$

O uso desse índice não deve ser desprezado. Em primeiro lugar, a caderneta de poupança é uma opção relevante para a aplicação de recursos dos clientes. Além disso, pode ser considerado o ativo sem risco, uma vez que apresenta desvio-padrão mais baixo que o dos CDIs ainda que seus rendimentos situem-se normalmente abaixo da maioria das alternativas. A caderneta de poupança, ao contrário dos fundos, mas semelhante nesse aspecto aos depósitos à prazo dos bancos, conta com a garantia do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), não paga imposto de renda, tem liquidez bastante elevada e sua remuneração é determinada por regras que a tornam bastante previsível. Esse conjunto de atributos torna a poupança um ativo praticamente sem risco.

## 2.1. Primeiro enquadramento

Nesse primeiro enquadramento, que tem início em dezembro de 1997 e se encerra no mês de junho de 1999. Durante esse período, os fundos foram diferenciados por prazo de carência. Foram identificados 51 tipos de fundos com algum registro nesse enquadramento. Ao se remover os fundos não-competitivos, o conjunto se reduz para 41 tipos de fundos. Tendo em vista ainda que esse enquadramento dura 19 meses, apenas os tipos de fundos com 10 ou mais registros serão considerados participantes. Esse critério excluiu mais três classes de fundos no primeiro enquadramento.

Os tipos de fundos que restaram respondiam por 96,95% (R\$ 386.056 milhões<sup>45</sup>) do patrimônio líquido médio e a 98,50% (R\$ 463.297 milhões) do patrimônio líquido de todas os tipos de fundos com algum registro no primeiro enquadramento. Analisando apenas os fundos remanescentes, é notável a concentração de fundos nesse enquadramento. Levando em conta apenas as médias dos patrimônios dos fundos contra a média geral, observa-se que as cinco maiores tipos de fundos detêm 54,14% do patrimônio líquido dos fundos, enquanto a fatia de 80% do patrimônio líquido da indústria é coberta por 12 tipos de fundos.

A concentração em torno da renda fixa é também significativa. As oito maiores tipos de fundos nesse enquadramento são fundos de renda fixa, e todos eles aplicações em fundos FIFs, FIF de FAQs ou FAQ de FIF de 60 dias. Em nono lugar na lista dos fundos encontra-se

<sup>45</sup> Valores de dezembro de 2002, inflacionados pelo IGP-DI/FGV.

a classe “Fundos de Ações Carteira Livre Outros”, com apenas 2,93% do PL médio da indústria. A próxima classe de fundo de ações no ranking, “Carteira Livre IBOVESPA Ativo” detém cerca de 2,01% do patrimônio líquido.

Nesse período, os fundos de investimento financeiro (inclusive os FACs de FIFs) estiveram sujeitos à carência cíclica. Essa regra estabelecia que os fundos somente poderiam ser sacados na data de seu “aniversário”, isto é, depois de decorrido o prazo de referência. Se tal não acontecesse, os recursos deveriam permanecer aplicados por mais outro período.

Neste período, o rendimento dos fundos financeiros era modalizado pela incidência de compulsório, que penalizava as aplicações de curto prazo. Esse fato criou um viés favorável aos fundos de 60 dias.

**Tabela 3.5 – Performance dos Fundos de Títulos e Valores Mobiliários – Primeiro Enquadramento**

	Ações IBA (Inst. 215)	Ações IBOVESPA (Inst. 215)	Ações IBOVESPA ATIVO (Inst. 215)	Ações IBX (Inst. 215)	Ações OUTROS (Inst. 215)	Carteira Livre IBA	Carteira Livre IBOVESPA	Carteira Livre IBOVESPA ATIVO	Carteira Livre IBX	Carteira Livre OUTROS	Carteira Livre Setorial
Benchmark	IBA	IBOVESPA	IBOVESPA	IBX	IBOVESPA	IBA	IBOVESPA	IBOVESPA	IBX	IBOVESPA	IBOVESPA
IGS	0,11	(0,63)	(0,44)	(0,05)	(0,22)	0,16	(0,37)	(0,22)	(0,10)	(0,17)	(0,57)
IST	(0,05)	(0,05)	(0,04)	(0,04)	(0,24)	(0,05)	(0,04)	(0,18)	(0,05)	(0,36)	(0,05)
ISTpoupança	0,01	0,02	0,03	0,03	(0,11)	0,03	0,04	(0,05)	0,03	(0,11)	0,18

Nota: Números entre parênteses são negativos.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

A concentração em torno da renda fixa pode ser explicada pelo desempenho de tais fundos quando medido pelo índice Sharpe Generalizado. Frente aos benchmarks, apenas os fundos IBA apresentam um ISG positivo, ainda que muito modesto. Os demais não conseguem superá-los, o que pode sugerir que o investimento em ações feito pelos fundos não foi capaz de replicar a carteira do mercado.

Frente ao CDI, os ISTs todos negativos, indicam que os fundos, nesse período, apresentaram rendimento não competitivo. Apenas frente à caderneta de poupança, os fundos de investimento apresentam rendimento superior. Contudo, pode-se argumentar que tais índices não sejam diferentes de zero, indicando que o risco adicional do investimento em ações não foi devidamente remunerado.

O primeiro enquadramento correspondeu a um período muito conturbado nas bolsas, marcado por duas grandes crises internacionais (crises asiática e russa) e pela mudança do regime cambial brasileiro. Durante esse período, houve grandes oscilações no movimento e no IBOVESPA, refletindo um comportamento tipicamente especulativo, não acompanhado pelos fundos.

**Tabela 3.6 – Performance dos Fundos de Aplicação em Cotas de FIFs– Primeiro Enquadramento**

	FAC Ações OUTROS	FAC FIF 30 dias Livre	FAC FIF 30 dias Renda Fixa	FAC FIF 60 dias Cambial	FAC FIF 60 dias Exclusivo	FAC FIF 60 dias Livre D 0	FAC FIF 60 dias Multiportfolio	FAC FIF 60 dias Renda Fixa	FAC FIF Curto Prazo	FAC FIF DI 60 dias
Benchmark	IBOVESPA	CDI	CDI	Dólar	CDI	CDI	CDI	CDI	CDI	CDI
IGS	(0,53)	(1,04)	(2,84)	0,78	0,23	(0,09)	(0,13)	(0,60)	(4,75)	0,00
IST	(0,05)	(1,04)	(2,84)	0,14	0,23	(0,09)	(0,13)	(0,60)	(4,75)	0,00
ISTpoupança	0,02	1,07	0,15	0,19	0,24	0,95	0,44	1,46	(0,61)	0,10

Nota: N°s negativos entre parênteses/Fonte: Sistema de Inform. ANBID. Elaboração do autor.

Como seria razoável esperar, os FACs em ações não poderiam apresentar performance muito diferente. Os FACs 30 dias e de Curto Prazo, por efeito da imposição do compulsório de 50% sobre os FIFs 30 dias e de Curto Prazo, apresentaram perdas frente ao CDI. Frente à poupança, tais fundos apresentaram rendimento superior e, no caso dos FAC FIF 30 dias Livre, o risco foi mais bem remunerado, perdendo apenas para os FAC FIF 60 dias Renda Fixa. Os FACs de FIFs 60 dias cambiais, nesse período, apresentaram desempenho bastante interessante, na medida em que superaram o benchmark, o CDI e a poupança. Isso significa que os fundos se aproveitaram do rendimento superior do dólar frente ao CDI e à Poupança, mas também tiraram proveito das oscilações do dólar no período.

**Tabela 3.7 Performance dos Fundos de Investimento em FACs – Primeiro Enquadramento**

	FIF de FAC 30 dias Livre	FIF de FAC 30 dias Renda Fixa	FIF de FAC 60 dias Exclusivo	FIF de FAC 60 dias Cambial	FIF de FAC 60 dias Livre D 0	FIF de FAC 60 dias Renda Fixa	FIF de FAC Curto Prazo	FIF de FAC DI 60 dias
Benchmark	CDI	CDI	CDI	Dólar	CDI	CDI	CDI	CDI
IGS	(0,52)	(0,83)	(0,21)	0,36	(0,04)	(0,06)	(3,00)	0,16
IST	(0,52)	(0,83)	(0,21)	0,15	(0,04)	(0,06)	(3,00)	0,16
ISTpoupança	(0,34)	1,35	1,82	0,20	0,50	1,97	(0,43)	1,87

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

**Tabelas 3.8 – Performance dos Fundos de Investimento Financeiro – Primeiro Enquadramento**

	FIF 30 dias Livre	FIF 30 dias Renda Fixa	FIF 60 dias Cambial	FIF 60 dias Exclusivo	FIF 60 dias Livre D 0	FIF 60 dias Renda Fixa	FIF Curto Prazo	FIF DI 60 dias
Benchmark	CDI	CDI	Dólar	CDI	CDI	CDI	CDI	CDI
IGS	0,20	(3,16)	0,54	0,24	(0,11)	(0,22)	(5,82)	(0,51)
IST	0,20	(3,16)	0,16	0,24	(0,11)	(0,22)	(5,82)	(0,51)
ISTpoupança	1,08	0,42	0,21	0,28	0,95	1,69	(0,67)	1,42

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

Entre os FIFs, é curioso que alguns tipos de FIFs de FACs tenham apresentado desempenho superior aos FACs de FIFs, a se concluir pelos índices de Sharpe. Quanto aos demais FIFs (tabela 3.7), observe que os FIFs cambiais se destacaram e os fundos 60 dias apresentaram desempenho superior aos 30 dias, com exceção feita ao FIF 30 dias livre, que apresentou rentabilidade superior ao benchmark e só remunerou menos o risco adicional frente à poupança que os FIF 60 dias renda fixa.

## 2.2. Segundo enquadramento

O segundo enquadramento vai de julho de 1999 e se encerra em março de 2001. Os limites desse período estão marcados por mudanças na legislação dos fundos. Nesse segundo enquadramento, os fundos de investimentos financeiros deixam de se referenciar ao seu período de carência, estando sujeitos ao IOF sob base regressiva. Quanto aos fundos de renda variável, haverá uma mudança de enquadramento em março de 2000, quando todos os fundos passam integralmente para a supervisão da CVM.

O segundo enquadramento reúne registros de 69 fundos. Dentre esses, encontram-se 6 fundos que não serão considerados na pesquisa. Além disso, há um conjunto de 26 fundos de renda fixa que tiveram ainda um registro em julho de 1999, mas serão considerados nesse trabalho como se tivessem sua vida encerrada no primeiro enquadramento.

Dos 39 fundos restantes, há um grupo de fundos que apresenta séries curtas por efeito de uma mudança nas regras de enquadramento dos fundos de renda variável, no interior do segundo enquadramento. Há um problema para o cálculo dos índices Sharpe, que é a ruptura de séries e a inexistência de critérios formais aplicáveis, a partir dos dados existentes, para reunificá-las.

A ANBID, entretanto, publicou em março de 2001 os dados para os fundos de renda variável segundo as regras do enquadramento antigo e novo. Os fundos que estão no enquadramento antigo são os seguintes: Ações IBA (Instrução 215), Ações IBOVESPA (Instrução 215); Ações IBOVESPA (Instrução 215); Ações IBX (Instrução 215); Ações Outros (Instrução 215); Carteira Livre IBA; Carteira Livre IBOVESPA; Carteira Livre IBOVESPA Ativo; Carteira Livre IBX; Carteira Livre OUTROS; Carteira Livre Setorial. E os novos fundos são Fundo de Ações IBA; Fundo de Ações IBOVESPA, Fundo de Ações IBOVESPA Ativo, Fundo de Ações IBX, Fundo de Ações Outros e Fundos de Ações Setoriais.

A soma do patrimônio líquido dos fundos no grupo “antigo”, em março de 2000, é R\$ 32.535.261 mil, em valores de dezembro de 2002, enquanto o grupo “novo” é R\$ 32.636.601 mil. Isso significa que a mudança de classificação incluiu fundos com patrimônio líquido equivalente à R\$ 101.340 mil, cerca de 0,31% do patrimônio líquido dos fundos de renda variável. Essa diferença será explicitamente desconsiderada neste trabalho, que considerará que a alteração nas regras de enquadramento dos fundos de renda variável não alterou o tamanho da indústria.

Além disso, ao se agregar o patrimônio líquido os fundos “antigos” da indústria, em março de 2000, segundo o benchmark que os referenciam, e compará-los com o patrimônio líquido dos novos fundos, de acordo com o benchmark, obtém-se a tabela abaixo.

**Tabela 3.9 - Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações em março de 2000<sup>1</sup>**  
Em R\$ mil – valores de dezembro de 2002 – atualizados pelo IGP-DI/FGV

	Ações IBA	IBOVESPA	IBOVESPA Ativo	IBX	Outros	Ações Setoriais	Total
Fundos Anteriores à março de 2003 segundo a nova classificação	705.548	1.623.483	7.541.492	850.796	19.531.291	2.383.990	32.636.601
Fundos	695.527 <sup>2</sup>	1.640.010 <sup>3</sup>	7.506.293 <sup>4</sup>	856.722 <sup>5</sup>	19.463.434 <sup>6</sup>	2.373.275 <sup>7</sup>	32.535.261
Diferença	10.021	(16.528)	35.199	(5.926)	67.858	10.715	101.340
(%)	1,42	(1,02)	0,47	(0,70)	0,35	0,45	0,31

Notas: 1. Valores atualizados para dezembro de 2002; 2. Ações IBA + Carteira Livre IBA; 3. Ações IBOVESPA + Carteira Livre IBOVESPA; 4. Ações IBOVESPA ativo + Carteira Livre IBOVESPA ativo; 5. Ações IBX + Carteira Livre IBX; 6. Ações Outros + Carteira livre Outros; 7. Ações Setoriais.

A discrepância mais significativa ocorreu no interior dos grupos, especialmente entre os fundos IBA e IBOVESPA. De todo modo, na ausência de alternativa melhor, as séries serão unificadas a partir da agregação das séries antigas segundo o método empregado para construir a tabela acima. Preservam-se as características dos fundos, ao manter as séries separadas pelo índice de referência, supondo insignificantes as discrepâncias. Depois dos ajustes, o segundo enquadramento fica com 27 tipos de fundos, das quais seis tipos de fundos de ações.

**Tabela 3.10 – Performance dos Fundos de Ações – Segundo enquadramento**

	Fundos de Ações IBA	Fundos de Ações IBOVESPA	Fundos de Ações IBOVESPA Ativo	Fundos de Ações IBX	Fundos de Ações Outros	Fundos de Ações Setoriais
benchmark	IBA	IBOVESPA	IBOVESPA	IBX	IBOVESPA	IBOVESPA
ISG	0,404	(0,056)	(0,018)	(0,194)	(0,058)	(0,039)
IST	0,072	0,012	0,016	0,068	(0,073)	(0,016)
ISTpoupança	0,145	0,080	0,085	0,137	0,133	0,053

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

Neste período, menos conturbado para as bolsas, os fundos de ações (com exceção dos Fundos de Ações Outros e Setoriais) superaram a poupança, ainda que por uma margem pequena. É um período de queda nas taxas de juros básicas, influenciando o CDI. Esse comportamento vai explicar a melhoria do desempenho dos FACs Ações durante o período. Os FACs cambiais demonstram também o melhor desempenho do dólar frente às taxas de juros, ainda que o retorno excedente não seja a melhor recompensa por risco adicional. O desempenho dos fundos cambial continua, contudo, superando o dólar. Uma nota importante é

o desempenho dos FACs DI e Renda Fixa, que passam a remunerar expressivamente o risco adicional frente à poupança, mas apresentam desempenho bastante inferior ao CDI.

Esse comportamento poderá ser replicado nas tabelas 3.12 e 3.13, em que os fundos cambiais apresentaram desempenho positivo, mas não muito superior aos ativos empregados para comparação no cálculo dos Sharpes. A exceção, que mereceria uma explicação, fica por conta dos fundos DI (FAC de FIF DI, FIFs de FACs DI, FIF de FAC Renda Fixa e FAC de FIF Renda Fixa).

**Tabela 3.11 – Performance dos Fundos de Aplicações em Cotas – Segundo Enquadramento**

	FAC Ações OUTROS	FAC CAMBIAL	FAC DI	FAC EXCLUSIVO	FAC LIVRE	FAC MULTIPORTIFOLIO	FAC RENDA FIXA
benchmark	IBOVESPA	Dólar	CDI	CDI	CDI	CDI	CDI
ISG	0,03	0,89	(10,26)	(0,02)	(0,57)	(0,15)	(2,27)
IST	0,03	0,07	(10,26)	(0,02)	(0,57)	(0,15)	(2,27)
ISTpoupança	0,10	0,31	6,76	1,42	0,83	0,43	4,70

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

**Tabela 3.12 – Performance dos Fundos de Investimento Financeiro**

	FIF CAMBIAL	FIF CAPITAL PROTEGIDO	FIF DI	FIF EXCLUSIVO	FIF LIVRE	FIF MULTIPORTFÓLIO	FIF RENDA FIXA
benchmark	Dólar	CDI	CDI	CDI	CDI	CDI	CDI
ISG	1,36	(0,16)	(3,11)	0,21	0,09	(0,25)	(0,54)
IST	0,16	(0,16)	(3,11)	0,21	0,09	(0,25)	(0,54)
ISTpoupança	0,40	0,23	7,65	2,91	1,33	0,08	6,52

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

**Tabela 3.13 – Performance dos Fundos de Investimento em Fundos de Cotas**

	FIF DE FAC CAMBIAL	FIF DE FAC DI	FIF DE FAC EXCLUSIVO	FIF DE FAC LIVRE	FIF DE FAC RENDA FIXA
Benchmark	Dólar	CDI	CDI	CDI	CDI
ISG	1,22	(0,94)	(0,27)	0,06	(0,02)
IST	0,13	(0,94)	(0,27)	0,06	(0,02)
ISTpoupança	0,37	7,98	0,83	0,87	5,99

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

Esse desempenho superior pode ser explicado pelo fato desses fundos serem quase que exclusivamente voltados para a aquisição de títulos públicos, sem perspectiva de ousadia frente aos CDIs, cuja rentabilidade foi muito superior à poupança.

### 2.3. Terceiro enquadramento

O período do terceiro enquadramento passa por mudanças muito significativas, especialmente na renda fixa. Os FACs são extintos; surgem fundos de investimento destinados a à aplicação das reservas técnicas dos fundos de previdência. Além disso, uma nova geração de fundos de renda fixa e variável, voltados para o público, evidencia a maior liberdade dada à indústria bem como a sua resposta em termos de diferenciação de produto no que se refere à composição das carteiras.

Os fundos, de um modo geral, continuam a ser identificados pelo índice de referência, quanto à estratégia passiva ou ativa de administração, mas também pelo recurso à alavancagem. Essa novidade nas regras de enquadramento da ANBID evidencia a natureza mais ousada dos fundos de renda fixa ou variável.

Esse novo enquadramento tornou ainda mais tênue a linha que divide os fundos de renda-fixa e variável, pois explicita os fundos de renda fixa que lançam mão de operações tipicamente de renda variável.

Foram encontrados registros de 44 tipos de fundos no terceiro enquadramento. Desses, serão excluídos da análise os fundos não voltados para o para o público. Exclui-se da amostra os fundos voltados para aplicação dos recursos das reservas técnicas dos fundos de previdência, os fundos de investimento estrangeiro e investimento no exterior bem como os fundos com recursos do FGTS para a aquisição de ações da Companhia Vale do Rio Doce e Petrobrás, pelos motivos anteriormente alegados. Outra exclusão envolve os fundos referenciados ao IBA, cujos registros se encerram em agosto de 2001, assim como os fundos de ações setoriais, que só apresentam registro em abril de 2001. Ao final, a amostra com 24 fundos.

**Tabela 3.14 – Performance dos Fundos de Títulos e Valores Mobiliários – Terceiro Enquadramento**

	IBOVESPA Ativo	IBOVESPA Ativo Com Alavancagem	IBOVESPA Indexado	IBX Ativo	IBX Ativo Com Alavancagem	IBX Indexado
Benchmark	IBOVESPA	IBOVESPA	IBOVESPA	IBX	IBX	IBX
ISG	0,02	0,09	(0,27)	(0,28)	(0,21)	(0,46)
IST	(0,24)	(0,22)	(0,24)	(0,18)	(0,16)	(0,20)
ISTpoupança	(0,16)	(0,13)	(0,17)	(0,08)	(0,07)	(0,11)

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

Esse enquadramento, que computa dados até dezembro de 2002, definitivamente não foi bom para as bolsas de valores, que apresentaram rendimento negativo. Somente os fundos

IBOVESPA ativos e com alavancagem, Outros e com alavancagem conseguiram se destacar frente ao IBOVESPA, mas todos apresentaram performance inferior ao CDI e à poupança.

**Tabela 3.15 – Performance dos Títulos de Valores Mobiliários (cont.) – Terceiro Enquadramento**

	Fechado	Outros	Outros Com Alavancagem	Setoriais Energia	Setoriais Telecomunicações
Benchmark	IBOVESPA	IBOVESPA	IBOVESPA	IBOVESPA	IBOVESPA
ISG	0,31	0,07	0,17	(0,01)	(0,14)
IST	0,17	(0,78)	(0,22)	(0,25)	(0,24)
ISTpoupança	0,22	(0,40)	(0,07)	(0,17)	(0,17)

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

Os fundos de renda-fixa, ao contrário, superaram seus benchmarks e a poupança.

**Tabela 3.16 – Performance dos Fundos de Renda Fixa – Terceiro Enquadramento**

	Multimercados Com RV	Multimercados Com RV Com Alavancagem	Multimercados Sem RV	Multimercados Sem RV Com Alavancagem	Referenciado Câmbio	Referenciado Outros	Renda Fixa Com Alavancagem
Benchmark	CDI	CDI	CDI	CDI	Dólar	CDI	CDI
ISG	0,02	0,30	0,28	0,16	0,02	0,57	0,18
IST	0,02	0,30	0,28	0,16	0,26	0,57	0,18
ISTpoupança	0,54	0,70	0,89	0,43	0,38	1,07	1,39

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

**Tabela 3.17 – Performance dos Fundos de Renda Fixa (Continuação) – Terceiro Enquadramento**

	Balancedos	Capital Protegido	Referenciado DI	Renda Fixa	Renda Fixa Crédito	Renda Fixa Multi-Índices
Benchmark						
ISG	(0,25)	(0,38)	(0,26)	(0,35)	(0,18)	(0,04)
IST	(0,25)	(0,38)	(0,26)	(0,35)	(0,18)	(0,04)
ISTpoupança	0,25	(0,06)	1,54	1,25	1,81	0,93

Nota: Números negativos entre parênteses.

Fonte: Sistema de Informações da ANBID. Elaboração do autor.

É importante lembrar que esse enquadramento foi marcado pelo início da vigência da marcação a mercado, em maio de 2002, por meio da qual os títulos em carteira teriam seu valor atualizado diariamente. A marcação a mercado é um expediente que protege os investidores, distribuindo por todos os dias as perdas da renda fixa oriundas de aumentos nas taxas de juros. Quando não há marcação a mercado, o valor das cotas só é afetado pelas ordens

de venda, prejudicando os s que resolverem sair por último em episódios de aumento nas taxas de juros.

A reação dos investidores à medida foi negativa e os fundos de investimento começaram a sofrer saques. Para tentar conter a fuga de investidores, a CVM desobrigou os fundos de fazer a marcação a mercado no caso dos títulos com maturidade inferior a um ano e dos títulos que se dispusessem a carregar até o vencimento. Entretanto, a elevação dos juros além do esperado continuou impondo perdas às cotas e estimulou a fuga dos fundos de investimento financeiro até o final do ano.

### 3. Sumário

O período estudado, envolvendo os três enquadramentos, apresenta um resultado que desafia o esperado desempenho superior dos fundos. Não há elementos que indiquem que a indústria como um todo tenha conseguido superar o desempenho de aplicações financeiras simples, como as cadernetas de poupança. Note, ainda, que o desempenho da indústria de fundos, tal como empregado nesse trabalho, é um desempenho líquido de taxa de administração, mas sujeito ainda ao imposto de renda.

É preciso ressaltar o fato de que durante esse período, a indústria de fundos de investimento desfrutou de crescente liberdade, o que deveria contribuir para um desempenho superior.

É bem verdade que a escolha de benchmarks, tais como o IBOVESPA, induzem ao desprezo dos custos com comissões e demais custos de transação envolvidos na replicação de uma carteira por um investidor individual. Isso significa que, no caso de fundos de ações, essa comparação seja apenas referencial e que, de fato, não serviria para julgar o desempenho do conjunto de fundos enquadrados em um tipo. Contudo, é preciso lembrar que o benchmark não leva em conta os ganhos com dividendos, bonificações e direitos de subscrição no índice, mas esses eventos são incorporados aos ganhos dos fundos.

Entretanto, no que se refere aos fundos de renda fixa, é surpreendente que aqueles que conseguem superar a caderneta de poupança apresentem índices de Sharpe positivos tão inexpressivos, sugerindo que o risco adicional é bastante mal remunerado.

Em suma, considerando os dados obtidos, *ao menos nesse nível de agregação*, não é possível rejeitar a hipótese de que os fundos de investimento não se apresentam como alternativa superior de investimento às aplicações financeiras mais simples tais como poupança e CDBs, acessíveis a qualquer investidor. Isso significa que é possível que os atrativos da indústria de fundos para os clientes dos bancos não sejam determinados pelo desempenho passado das aplicações.

#### 3.1. Oferta de Fundos de Investimento

Em acordo com tendências internacionais atuais, no Brasil, as instituições financeiras vêm crescentemente ampliando o escopo de suas atividades. O banco comercial tradicional, cujas funções, determinadas pela reforma 64/66, restringiam-se predominantemente às de

emissor de depósitos movimentados por cheques e de fornecedor de empréstimos, foi progressivamente se transformando e incorporando operações típicas de bancos de investimento. A despeito do espírito de segregação de atividades financeiras em instituições especializadas, tal como estabelecido em lei, a constituição de grandes conglomerados financeiros no Brasil, (que abrigavam diversas instituições financeiras especializadas) desde os anos 70, progressivamente essas restrições foram contornadas. Desse modo, é possível interpretar as mudanças na legislação em 1988, que permitiram que os conglomerados organizassem suas operações na forma de bancos múltiplos, como a legalização de uma situação de fato (ver, a esse respeito, por exemplo, Hermann, 1998).

Essa consideração é importante para explicar porque os fundos, mesmo sendo considerados legalmente pessoas jurídicas distintas dos bancos, são regularmente oferecidos para os clientes como produtos que pertencem às suas linhas de produtos financeiras. Esse processo faria parte da crescente inclusão de atividades financeiras no seio dos bancos múltiplos.

Duas causas estariam concorrendo para a estimular a oferta desses fundos: (a) as economias de escopo; e (b) as economias de renda.

O interesse dos bancos em oferecer fundos poderia se centrar na exploração de oportunidades de exploração de economias de escopo, que consistem na economia, em termos de custos, obtida com a produção conjunta. Esse é o caso do compartilhamento da rede de distribuição, pessoal de atendimento ao público e computadores. Caso tais economias possam ser alcançadas, a eficiência do banco e a lucratividade aumentam. Entretanto, a literatura sobre a ocorrência de economias de escopo na atividade bancária, em geral, não revela evidências que sustentem essa hipótese (Saunders, 2000).

A administração e distribuição dos fundos por instituições financeiras, especialmente bancos, podem ser justificadas ainda pela busca de economias de rendas ou economias de consumo. Trata-se do aumento das receitas advindas da oferta conjunta de serviços. Santomero e Eckles (2000) apontam para a distribuição multiproduto como um fator capaz de garantir a captura de receitas, por parte de uma firma bancária, superiores àquelas obteníveis com a venda em separado dos produtos. O resultado dessa economia não se traduz em aumento da eficiência em termos de custo, mas em termos do aumento da receita por segmento de cliente, o que permitiria aos bancos aumentar seus lucros sem qualquer aprimoramento de sua eficiência operacional.

As economias de rendas são estimuladas no desenvolvimento de estratégias de marketing que visam cativar os clientes não somente pela disponibilização de grande número de produtos em uma só instituição financeira, mas pelas possibilidades de combinações de serviços financeiros. O compartilhamento – algumas vezes automático - desses vários serviços pode ser muito conveniente e atraente, sugerindo a existência complementaridade dos serviços financeiros consumidos em uma mesma instituição. Como exemplo, pode-se pensar na maior facilidade de migração de recursos entre diversos ativos, segundo as perspectivas de retorno e risco dos clientes; o acesso a linhas de crédito pré-contratados, que podem ser, eventualmente,

combinadas com uma estratégia de gestão de portfólio; e demais serviços tais como facilidades para liquidação de pagamentos, assessoria financeira, dentre outros.

Se essas economias são relevantes, haveria uma tendência à concentração da administração de fundos de investimento nos maiores bancos múltiplos no Brasil, uma vez que já respondem pela maior parte dos ativos do sistema financeiro local. As tabelas abaixo comparam os *rankings* dos maiores administradores de fundos de investimento e os maiores bancos múltiplos por depósitos totais para os anos de 1997, 1999 e 2001.

**Tabela 3.17 - Ranking de Administradores de Fundos de Investimento e Depósitos Totais – 1997**  
Saldos em Final de Período - R\$ milhões de dezembro de 2002 – ajustados pelo IGP-DI/FGV

Instituição	Fundos de Investimento		Depósitos Totais			(1)/(2) (%)
	Patrimônio Líquido dos Fundos R\$ milhões (1)	Participação na Indústria de Fundos Indústria (%)	Ranking por Depósitos	Depósitos R\$ milhões (2)	Participação no Total de Depósitos Bancários (%)	
BB	57.155	16,6	2	86.241	16,8	66,3
ITAU	45.808	13,3	4	34.025	6,6	134,6
BRADESCO	28.407	8,3	3	37.748	7,4	75,3
CITIBANK	23.968	7,0	18	4.561	0,9	525,4
HSBC	21.345	6,2	8	12.441	2,4	171,6
BANKBOSTON	19.132	5,6	27	3.110	0,6	615,1
UNIBANCO	18.740	5,5	7	14.350	2,8	130,6
CEF	14.868	4,3	1	112.912	22,0	13,2
ABN AMRO REAL	10.997	3,2	10	7.769	1,5	141,6
SAFRA	8.823	2,6	12	6.050	1,2	145,8
<i>Subtotal</i>	<i>249.243</i>	<i>72,5</i>	-	<i>319.207</i>	<i>62,2</i>	<i>78,1</i>
<b>Total de Fundos</b>	<b>343.821</b>	<b>100,0</b>	-	<b>513.531</b>	<b>100,0</b>	<b>67,0</b>

Fonte: ANBID e Banco Central do Brasil

**Tabela 3.18 - Ranking de Administradores de Fundos de Investimento e Depósitos Totais – 1999**  
Saldos em Final de Período - R\$ milhões de dezembro de 2002 – ajustados pelo IGP-DI/FGV

Instituição	Fundos de Investimento		Depósitos Totais			(1)/(2) (%)
	Patrimônio Líquido dos Fundos R\$ milhões (1)	Participação na Indústria de Fundos Indústria (%)	Ranking por Depósitos	Depósitos R\$ milhões (2)	Participação no Total de Depósitos Bancários (%)	
ITAU	74.674	14,4	4	35.049	7,5	213,1
BB	71.214	13,8	2	90.670	19,4	78,5
BRADESCO	57.396	11,1	3	44.760	9,6	128,2
CITIBANK	31.586	6,1	13	5.999	1,3	526,5
CEF	30.480	5,9	1	94.310	20,1	32,3
HSBC	30.173	5,8	9	9.850	2,1	306,3
BANKBOSTON	29.814	5,8	12	6.009	1,3	496,2
UNIBANCO	29.036	5,6	7	15.091	3,2	192,4
ABN AMRO REAL	19.835	3,8	8	10.166	2,2	195,1
BANESPA	18.603	3,6	6	15.827	3,4	117,5
<i>Subtotal</i>	<i>392.811</i>	<i>75,9</i>	-	<i>327.730</i>	<i>70,0</i>	<i>119,9</i>
<b>Total</b>	<b>517.382</b>	<b>100,0</b>	-	<b>468.160</b>	<b>100,0</b>	<b>110,5</b>

Fonte: ANBID e Banco Central do Brasil

**Tabela 3.19 - Ranking de Administradores de Fundos de Investimento e Depósitos Totais – 2001**  
Saldos em Final de Período - R\$ milhões de dezembro de 2002 – ajustados pelo IGP-DI/FGV

Instituição	Fundos de Investimento		Depósitos Totais			(1)/(2) (%)
	Patrimônio Líquido dos Fundos R\$ milhões (1)	Participação na Indústria de Fundos Indústria (%)	Ranking por Depósitos	Depósitos R\$ milhões (2)	Participação no Total de Depósitos Bancários (%)	
BB	152.670	17,5	2	77.860	17,1	196,1
ITAU	114.183	13,1	4	33.900	7,4	336,8
BRADESCO	111.353	12,8	3	45.139	9,9	246,7
CITIBANK	46.174	5,3	17	5.433	1,2	849,9
CEF	43.085	4,9	1	87.549	19,2	49,2
HSBC	41.457	4,7	7	12.435	2,7	333,4
UNIBANCO	41.058	4,7	5	20.778	4,6	197,6
ABN AMRO REAL	39.395	4,5	9	10.745	2,4	366,6
BANKBOSTON	33.077	3,8	14	6.590	1,4	501,9
SAFRA	27.220	3,1	10	8.700	1,9	312,9
<i>Subtotal</i>	<i>649.671</i>	<i>74,4</i>	-	<i>309.129</i>	<i>67,7</i>	<i>210,2</i>
<b>Total</b>	<b>873.113</b>	<b>100,0</b>	-	<b>456.579</b>	<b>100,0</b>	<b>191,2</b>

Fonte: ANBID e Banco Central do Brasil

Como se pode observar pela tabela acima, os maiores administradores de fundos de investimentos são precisamente os maiores bancos múltiplos em termos de depósitos totais. Praticamente não há discrepâncias sistemáticas entre a posição dos líderes em um ou outro segmento, no *ranking* por volume. As exceções são, em 1997, o Citibank e o Bankboston, respectivamente quarto e sexto colocados no ranking de administradores de fundos e 18º e 27º colocados no *ranking* dos depósitos totais.

Esse resultado não deve causar estranhamento, pois esses bancos têm perfil diferente dos demais, com estratégias focadas em mercados de pessoas físicas de altas rendas e grandes empresas. Essa situação não se altera significativamente nos anos seguintes, revelando a natureza ambígua dos bancos múltiplos brasileiros, capazes de liderar os mercados típicos de bancos comerciais e de bancos de investimento.

As posições no *ranking* de administradores de fundos e de captadores de depósitos mantêm-se fortemente correlacionadas ao longo do período, e os dados da razão “fundos de investimento – depósitos” dos grandes bancos múltiplos de varejo no Brasil indicam que estes avançam fortemente para a área de fundos de investimento. Sua posição privilegiada no *ranking* dos maiores captadores de depósitos não se constitui em um empecilho a essa atividade. Ao contrário, tais bancos aumentaram a relação “fundos administrados sobre depósitos totais”, demonstrando uma afinidade entre as funções clássicas de banco comercial e a de prestador de serviços financeiros, típica das transformações na natureza do negócio bancário, o que torna a concorrência entre fundos e depósitos convencionais um processo absorvido pelos bancos, reforçando a sua transformação. De fato, para todos os bancos, os fundos de investimento se expandem muito mais velozmente do que os depósitos. Esse é um indicador de que uma das transformações do sistema financeiro internacional já se manifesta claramente no Brasil, que é a ascensão da prestação de serviços financeiros como um dos principais negócios dos bancos.

O efeito dessa quase replicação do ranking de bancos múltiplos no ranking de administradores de fundos indica elevada concentração na indústria. Os dados da Tabela 3.20 reforçam essa afirmação.

**Tabela 3.20 – Indicadores de Concentração na Indústria de Fundos de Investimento por Instituição Administradora**

Semestre	Número de Instituições	5 maiores	10 maiores	GINI	HH
1997/II	176	51,39	72,49	0,8829	0,0735
1998/I	177	53,73	74,91	0,8906	0,0804
1998/II	167	55,39	76,71	0,8897	0,0821
1999/I	161	53,25	76,56	0,8879	0,0773
1999/II	149	51,29	75,92	0,8775	0,0746
2000/I	149	51,84	76,58	0,8809	0,0762
2000/II	149	53,74	76,63	0,8865	0,0800
2001/I	124	51,40	72,36	0,8531	0,0748
2001/II	118	52,53	74,01	0,8515	0,0785
2002/I	123	53,54	74,41	0,8655	0,0815

Fonte: Sistema de Informações ANBID

Como se observa, há não somente uma forte concentração na indústria como também uma relativa estabilidade dos indicadores. É importante notar que esse período foi marcado por grande concentração no setor bancário, como efeitos do programa de estabilização – o Plano Real - sobre os bancos e das demais políticas empregadas para sanear e tornar mais eficiente o sistema financeiro. Dentre as demais políticas, implementadas a partir do distress bancário de 1995/96, encontram-se o PROER, o PROES e a manifestação de interesse por parte do governo brasileiro com a entrada de bancos estrangeiros.

Um outro aspecto da concentração na indústria de fundos se manifesta ainda de outra forma. Ocorre, no período analisado, uma concentração por produto. A definição de produto aqui empregada é a de “tipo de fundo” da ANBID, empregada na seção anterior.

**Tabela 3.21 – Indicadores de Concentração na Indústria de Fundos de Investimento por Produto**

Semestre	Número de tipos de fundos	5 maiores	10 maiores	GINI	HH
1997/II	42	68,86	82,24	0,7257	0,1168
1998/I	46	48,88	74,02	0,6687	0,0689
1998/II	49	53,13	77,64	0,7046	0,0747
1999/I	50	55,63	79,86	0,7284	0,0820
1999/II	41	62,33	91,76	0,7400	0,1022
2000/I	36	62,68	92,27	0,7112	0,1042
2000/II	38	61,44	91,67	0,7176	0,1002
2001/I	43	80,13	91,88	0,8105	0,1686
2001/II	42	80,33	92,13	0,8070	0,1733
2002/I	47	77,72	90,68	0,8110	0,1540

Fonte: Sistema de Informações ANBID

Os dados da tabela acima indicam concentração expressiva e crescente de tipos de fundos. Evidentemente, devem-se tomar esses dados com cautela, pois os fundos considerados são frutos de regras de enquadramento da ANBID. De todo modo, esse achado preliminar não é discrepante com o fato de que, ao longo desse período, os fundos de investimento financeiro dominaram o cenário e que, ao longo do período considerado, os momentos de instabilidade atraíram muitos poupadores para os fundos indexados aos juros e ao câmbio e nos momentos de calma, os fundos com títulos pré-fixados tornaram-se atraentes. Essa tendência de predomínio de rendimento esperado de certos tipos de fundos pode ser uma explicação para esse fato.

O crescimento dos negócios com fundos certamente contribui para a ampliação das receitas com tarifas e comissões nos bancos<sup>46</sup>, mas a combinação da oferta de fundos com

<sup>46</sup> Infelizmente, as informações disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil não permitem a desagregação dos dados que permitam a averiguação da participação das receitas dos bancos múltiplos com o serviço de administração de fundos de investimento. De todo modo, é um fato que as receitas com prestação de serviços vêm crescendo no Brasil, especialmente durante a estabilização de preços. Não obstante, parte desse crescimento é devido a incidência de tarifas sobre produtos que durante o período de alta inflação não eram cobradas. Ver, a

demais serviços bancários gera efeitos adicionais para os negócios. No Brasil, os bancos comerciais costumam associar à manutenção de fundos de investimento esquemas de classificação de clientes que lhes dá algumas vantagens, como o aumento de linhas de crédito pré-contratados, além de reduções nas tarifas de serviços convencionais, tais como a manutenção de depósitos à vista, renovação de cheque especial, pedidos de extratos e outros<sup>47</sup>. A estratégia de reforço dos laços de fidelidade, colocada em prática pelos bancos, torna bastante mais complexa a avaliação de ganhos para os s de fundos, pois envolve o conjunto de vantagens líquidas que percebe obter. Esse elemento de imperfeição, muitas vezes atravessado pela prática ilegal da imposição de venda casada de produtos, está no cerne da concorrência bancária nos dias de hoje. Ao que parece, um dos objetivos da própria estratégia de marketing é introduzir um custo de mudança<sup>48</sup> para os clientes, ao tornar mais complexa a avaliação de serviços bancários individualizados aos olhos dos clientes.

Essa hipótese seria incompatível com uma elevada correlação entre a rentabilidade dos fundos e o tamanho do patrimônio líquido e uma correlação negativa entre tarifas e volumes. Abaixo, são apresentados gráficos de dispersão para os maiores subsegmentos da indústria de fundos, associando as variáveis rentabilidade e patrimônio líquido.

No Brasil, os maiores subsegmentos no ano de 1997, por patrimônio líquido, foram, pela ordem, os FIF 60 dias Renda Fixa, FAC de FIF 60 dias Renda Fixa, FIF de FAC 60 dias Renda Fixa e FIF 60 dias Renda Fixa. Já no ano de 2002, os maiores foram os Fundos Referenciados DI, Fundos de Renda Fixa, Renda Fixa Multiíndice e Multimercados com Renda Variável. Esses dois grupos equivaleram à 64,9% e 75,8 % do patrimônio líquido da indústria, respectivamente. O indicador de rentabilidade empregado foi a rentabilidade do mês de dezembro.

A despeito da simplicidade do teste, o resultado encontrado aponta para a não existência de correlação entre o tamanho do fundo e o rendimento do fundo, como as tabelas abaixo com o *ranking* dos administradores de fundos por tamanho (patrimônio líquido) e por rentabilidade.

---

respeito da evolução da receita de serviços, o Relatório sobre o Sistema Financeiro, do Banco Central, vários números.

<sup>47</sup> O sistema bancário no Brasil costuma agrupar os serviços básicos em um pacote e cobrar uma tarifa pela prestação global desses serviços. A manutenção de fundos de investimento – assim como saldos em outras aplicações financeiras e o uso de linhas de financiamento – é um fator que reduz a tarifa global e estimula a concentração de negócios em um banco. Esse fato retira do cliente a capacidade de negociação de comissões e taxas que incidam sobre os fundos.

<sup>48</sup> O conceito de custo de mudança faz parte da estratégia de “fidelização” dos clientes e se transformou em um elemento chave do marketing no setor de serviços. Ver, a esse respeito, PORTER, 1989, p. 36 e 38, assim como p. 217-218 e 257.

**Tabela 3.22 – Fundos de Investimento Financeiro 60 dias Renda Fixa - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido – 1997i**

Ranking por rentabilidade				Ranking por Patrimônio Líquido			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
CREDIT SUISSE				ABN AMRO REAL	1,68	4.634.714.123	13,7
FIRST BOSTON	5,09	27.103.317	0,1	BRABESCO	2,93	2.450.686.400	7,2
BVA	3,81	3.998.801	0,0	SANTANDER	2,96	2.148.314.045	6,3
SCHAHIN CCVM	3,45	7.001.724	0,0	ALFA	1,30	2.004.431.716	5,9
BIC	3,15	27.023.186	0,1	HSBC	3,09	1.982.096.546	5,8
DAYCOVAL	3,10	1.173.651.868	3,5	VOTORANTIM			
HSBC	3,09	1.982.096.546	5,8	ASSET	2,94	1.849.272.224	5,5
MULTI BANCO	3,07	464.165.766	1,4	BBM	2,91	1.642.677.778	4,8
BANESTADO	3,05	636.368.353	1,9	CEF	2,91	1.594.434.121	4,7
LINEAR	3,04	83.748.635	0,2	DAYCOVAL	3,10	1.173.651.868	3,5
PONTUAL	3,03	93.534.840	0,3	ITAU	2,85	1.154.228.188	3,4
Total do Subsegmento		148.256.235.838	100,00	Total do Subsegmento		148.256.235.838	100,00

Fonte: Sistema de Informações ANBID

**Tabela 3.23 – Fundos de Aplicações em Cotas de FIFs 60 dias Renda Fixa - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido - 1997**  
 Rentabilidade do mês de Dezembro de 1997/Patrimônio Líquido - Saldos de Final de Período

Ranking por rentabilidade				Ranking por Patrimônio Líquido			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
BANESTADO	4,52	3.442.594	0,0	BB	2,9	6.264.355.612,6	20,1
CONCORDIA	4,37	246.491.820	0,8	ITAU	2,7	5.399.037.957,7	17,4
FAR DTVM	3,26	4.074.795	0,0	CITIBANK	2,8	3.819.245.361,7	12,3
BMG	3,22	35.043.747	0,1	BANKBOSTON	2,5	3.367.668.448,6	10,8
DRESDNER	3,09	5.048	0,0	UNIBANCO	2,8	2.581.903.911,8	8,3
FIBRA DTVM	3,09	25.759	0,0	CEF	2,9	2.364.829.475,4	7,6
PACTUAL	3,03	57.836.163	0,2	HSBC	3,0	1.172.688.375,5	3,8
SANTANDER	3,01	1.090.981.820	3,5	SANTANDER	3,0	1.090.981.819,8	3,5
BANCO AGF	3,01	11.731.765	0,0	SUDAMERIS	2,9	709.027.800,6	2,3
CONTINENTAL	2,99	17.022.691	0,1	SAFRA	2,5	703.897.869,1	2,3
Total Subsegmento		31.109.770.750	100,0	Total subsegmento		31.109.770.750	100,0

Fonte: Sistema de Informações ANBID

**Tabela 3.24 – FIF de FAC de 60 dias Renda Fixa - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido - 1997**

Rentabilidade do mês de Dezembro de 1997/Patrimônio Líquido - Saldos de Final de Período

Ranking por rentabilidade				Ranking por Patrimônio Líquido			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
FIBRA DTVM	4,12	6.845.411	0,0	BB	2,98	6.591.020.016	21,6
SANTANDER	3,12	942.179.886	3,1	ITAU	2,87	5.304.392.274	17,4
JP MORGAN	3,08	764.474.073	2,5	CITIBANK	2,95	4.497.649.123	14,8
HSBC	3,06	622.420.481	2,0	BANKBOSTON	2,88	3.332.725.900	10,9
BNL DTVM	3,00	86.067.111	0,3	UNIBANCO	2,86	2.371.175.341	7,8
BB	2,98	6.591.020.016	21,6	CEF	2,96	2.355.684.464	7,7
CEF	2,96	2.355.684.464	7,7	BRADESCO	2,85	1.415.429.774	4,6
CITIBANK	2,95	4.497.649.123	14,8	SUDAMERIS	2,89	1.017.917.103	3,3
BBA INVESTIMENTOS DTVM	2,94	671.431.414	2,2	SANTANDER	3,12	942.179.886	3,1
BMG ASSET	2,94	118.576.736	0,4	JP MORGAN	3,08	764.474.073	2,5
Total do Subsegmento		<b>30.491.845.281</b>	<b>100,0</b>	Total do Subsegmento		<b>30.491.845.281</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Sistema de Informações ANBID

**Tabela 3.25 – FIF 60 dias exclusivo - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido - 1997**

Rentabilidade do mês de Dezembro de 1997/Patrimônio Líquido - Saldos de Final de Período

Ranking por rentabilidade				Ranking por Patrimônio Líquido			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
FIBRA DTVM	114,35	51.268.784	0,4	ITAU	3,47	1.597.254.818	13,73
HEXABANCO	30,81	132.189	0,0	CITIBANK	2,36	1.291.504.298	11,10
CONTINENTAL	14,46	17.630.968	0,2	CREDIT SUISSE FIRST BOSTON	-2,40	1.263.295.381	10,86
MERCANTIL DO BRASIL	7,66	4.149.405	0,0	UNIBANCO	2,44	1.237.156.795	10,63
BB	6,36	227.677.306	2,0	INDOSUEZ	4,24	1.163.943.831	10,00
FLEMING GRAPHUS	5,72	6.298.685	0,1	BRADESCO	3,81	884.759.223	7,60
INTER AMERICAN EXPRESS	5,28	20.344.438	0,2	DEUTSCHE	1,13	797.262.415	6,85
INDOSUEZ	4,24	1.163.943.831	10,0	BBA INVESTIMENTOS DTVM	1,84	624.006.739	5,36
CREFISUL	4,23	15.315.384	0,1	HSBC	3,40	567.777.326	4,88
BRADESCO	3,81	884.759.223	7,6	BANKBOSTON	2,84	234.782.644	2,02
Total Subsegmento		<b>11.633.965.508</b>	<b>100,0</b>	Total subsegmento		<b>11.633.965.508</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Sistema de Informações ANBID

**Tabela 3.26 – Fundos Referenciados DI - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido - 2002**

Rentabilidade do mês de Dez./2002/Patrimônio Líquido em Saldos de Final de Período

<i>Ranking por rentabilidade</i>				<i>Ranking por Patrimônio Líquido</i>			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
ITAUCOR	2,63	1.644.920	0,00	ITAU	1,87	35.048.448.020	23,64
MELLON BRASCAN DTVM	2,10	349.666.872	0,24	BANKBOSTON	1,82	16.815.415.731	11,34
MODAL	2,09	63.989.269	0,04	CITIBANK	1,91	15.295.795.852	10,32
WESTLB	1,99	105.083.326	0,07	HSBC	1,82	13.860.993.660	9,35
BNL DTVM	1,96	90.326.707	0,06	BB	1,90	13.816.596.647	9,32
JP MORGAN	1,94	472.662.434	0,32	SANTANDER	1,67	11.924.448.099	8,04
BESC	1,94	111.842.278	0,08	BRDESCO	1,85	8.005.135.204	5,40
CITIBANK	1,91	15.295.795.852	10,32	UNIBANCO	1,77	7.625.234.399	5,14
BANESPA	1,91	560.330.258	0,38	ABN AMRO REAL	1,82	7.334.768.888	4,95
BNP PARIBAS	1,90	1.601.313.909	1,08	SAFRA	1,80	2.695.824.894	1,82
<b>Total subsegmento</b>		<b>148.256.235.838</b>	<b>100,00</b>	<b>Total subsegmento</b>		<b>148.256.235.838</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Sistema de Informações ANBID

**Tabela 3.27 – Fundos de Renda Fixa - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido - 2002**

Rentabilidade do mês de Dez./2002/Patrimônio Líquido em Saldos de Final de Período

<i>Ranking por rentabilidade</i>				<i>Ranking por Patrimônio Líquido</i>			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
CITIBANK	3,26	2.017.878.281	1,96	BRDESCO	1,86	25.226.128.095	24,49
BANESPA	3,19	108.699	0,00	ITAU	2,08	15.799.466.591	15,34
BMG ASSET	2,12	35.180.973	0,03	CEF	1,93	13.459.841.903	13,07
TOKYO-MITSUBISHI	2,10	34.277.714	0,03	BB	1,49	7.682.428.093	7,46
ITAU	2,08	15.799.466.591	15,34	HSBC	1,67	5.568.131.391	5,41
FIBRA	2,08	47.605.104	0,05	SAFRA	1,63	4.852.695.264	4,71
BBV BANCO	2,03	1.378.697.800	1,34	MELLON BRASCAN DTVM	1,87	4.293.871.756	4,17
BANESTADO	2,02	277.337.404	0,27	SANTANDER	1,33	4.165.743.326	4,04
BNP PARIBAS	1,98	771.553.590	0,75	BANKBOSTON	1,92	4.055.330.210	3,94
BANCO AGF	1,97	4.671.327	0,00	ABN AMRO REAL	1,87	3.261.306.767	3,17
<b>Total Subsegmento</b>		<b>103.005.539.119</b>	<b>100,00</b>	<b>Total Subsegmento</b>		<b>103.005.539.119</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Sistema de Informações ANBID

**Tabela 3.28 – Fundos Renda Fixa Multiíndices - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido - 2002**

Rentabilidade do mês de Dez2002/Patrimônio Líquido em Saldos de Final de Período

Ranking por rentabilidade				Ranking por Patrimônio Líquido			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
CREDIT LYONNAIS	4,05	15.286.311	0,03	BB	1,91	30.711.548.177	56,13
BANESPA	3,53	903.921.629	1,65	CEF	0,99	5.904.305.551	10,79
SAFRA	2,47	718.856.086	1,31	UNIBANCO	1,75	5.453.812.129	9,97
ITAU	2,41	1.505.062.690	2,75	CITIBANK	1,76	3.835.459.680	7,01
HSBC	2,13	510.943.951	0,93	BRADESCO	0,19	1.899.599.616	3,47
BBV BANCO	1,98	17.755.853	0,03	ITAU	2,41	1.505.062.690	2,75
SUDAMERIS	1,96	60.048.707	0,11	BANESPA	3,53	903.921.629	1,65
PACTUAL ASSET	1,92	43.960.753	0,08	SAFRA	2,47	718.856.086	1,31
BB	1,91	30.711.548.177	56,13	HSBC	2,13	510.943.951	0,93
MODAL	1,90	48.936.879	0,09	BBA INVESTIMENTOS DTVM	1,25	502.107.549	0,92
<b>Total Subsegmento</b>		<b>54.719.574.971</b>	<b>100,00</b>	<b>Total Subsegmento</b>		<b>54.719.574.971</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Sistema de Informações ANBID

**Tabela 3.29 – Fundos Multimercados com Renda Variável - Ranking por Rentabilidade e por Patrimônio Líquido - 2002**

Rentabilidade do mês de Dez. de 2002/Patrimônio Líquido em Saldos de Final de Período

Ranking por rentabilidade				Ranking por Patrimônio Líquido			
Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento	Instituição Financeira	Rent (%)	Patrimônio Líquido	% em relação subsegmento
M. SAFRA & CO.	9,74	560.113.181	1,80	BRADESCO	2,31	7.458.176.823	23,96
FATOR ADM	4,92	12.756.451	0,04	ITAU	2,52	6.968.712.339	22,39
BANRISUL S.A.	4,62	204.799	0,00	CITIBANK	2,63	5.632.261.141	18,09
BB	4,32	376.503.289	1,21	UNIBANCO	2,04	2.741.233.410	8,81
BBV BANCO	3,54	1.614.536	0,01	JP MORGAN	1,70	1.387.180.977	4,46
HEDGING GRIFFO	3,34	126.208.260	0,41	VOTORANTIM ASSET	1,89	1.072.614.571	3,45
CEF	2,82	40.210.325	0,13	SUL AMERICA INVESTIMENTOS	2,09	755.774.273	2,43
CITIBANK	2,63	5.632.261.141	18,09	BNP PARIBAS	1,47	707.660.584	2,27
ITAU	2,52	6.968.712.339	22,39	HSBC	1,79	635.860.982	2,04
MAXBLUE DTVM	2,34	11.384.205	0,04	M. SAFRA & CO.	9,74	560.113.181	1,80
<b>Total Subsegmento</b>		<b>31.126.460.885</b>	<b>100,00</b>	<b>Total Subsegmento</b>		<b>31.126.460.885</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Sistema de Informações ANBID

As instituições financeiras líderes entre os maiores fundos de investimento, em termos de patrimônio líquido, são grandes bancos múltiplos. Entre eles, a maioria é daqueles voltados para o varejo, mas há a presença de bancos de investimento tradicionais, como o Citibank e o BankBoston, além do Safra. O segredo para esse desempenho situar-se-ia, precisamente, na capilaridade das redes de distribuição dos bancos múltiplos e nos relacionamentos dos bancos de investimento com grandes empresas e clientes pessoas físicas.

O resultado do ranking por rentabilidade pode surpreender. Nos dois períodos selecionados (dezembro de 2002 e dezembro de 1997), os freqüentadores de uma lista – ranking por patrimônio líquido – praticamente não freqüentam a outra. No ranking por rentabilidade, encontram-se, em geral, instituições de pequeno porte nas primeiras posições, instituições cuja participação na indústria de fundos, em termos de patrimônio líquido administrado, não é significativa. Nessa lista, é comum encontrarem-se pequenas corretoras e distribuidoras, além de pequenos bancos.

A justificativa para a concentração de fundos em grandes bancos poderia estar ligada não à maior remuneração, mas ao melhor desempenho. Desse modo, poder-se-ia pensar que os recursos aplicados nos grandes bancos pagariam melhor remuneração por unidade de risco adicional. O resultado acima, por sua vez, poderia revelar uma estratégia de aproveitamento de nichos de mercado por parte das pequenas instituições financeiras, que passariam a oferecer fundos com maior risco e retorno. Tais nichos seriam povoados por agentes econômicos tipicamente ignorantes quanto ao risco a que são expostos, agentes propensos ao risco e/ou interessados em combinar fundos de investimento com covariância baixa com os ativos que detêm, gerando uma cesta de fundos com melhor desempenho<sup>49</sup>. De todo modo, o indicador desenvolvido, ainda que seja sugestivo, ao focalizar um ponto específico do tempo, despreza a possibilidade de os resultados encontrados sejam meros acasos.

Seja como for, a divergência de posições no ranking de patrimônio líquido e de rentabilidade (ver tabelas 3.22 a 3.29) não será surpreendente se houver uma correlação significativa entre desempenho e tamanho do fundo. Considerando a idéia de desempenho como uma medida do rendimento em relação ao risco, seria de se esperar que os maiores fundos, que conseguiram atrair maiores volumes de recursos, fossem exatamente aqueles que apresentassem melhor desempenho, mas não, necessariamente, maior rentabilidade.

Para testar essa hipótese, fez-se um teste que consiste no cálculo anual da correlação entre o índice Sharpe e o patrimônio líquido, para o período iniciado em 1997 e concluído em 2002. O índice Sharpe, referenciado ao rendimento mensal da poupança, é calculado para cada ano com base no rendimento mensal dos tipos de fundos por administrador. O rendimento mensal médio dos fundos por tipo e por administrador foi calculado a partir da média aritmética dos rendimentos dos fundos, ponderada pelo patrimônio líquido total administrado para cada fundo enquadrado em um tipo de fundo. Em seguida, extraiu-se do rendimento mensal médio o rendimento da caderneta de poupança, e dividiu-se a média dos rendimentos mensais de cada tipo de fundo por cada administrador pelo desvio-padrão correspondente.

---

<sup>49</sup> Os fundos de aplicações em cotas poderiam ser um desses clientes. Os fundos mais arriscados, nesse caso, exerceriam um papel complementar na diversificação promovida pelos gestores dos FACs.

Não houve restrição quanto ao tipo de fundo. Entretanto, só foram considerados no cálculo da correlação os tipos de fundos que apresentaram dados de rendimento em todos os meses do ano de referência e os que apresentaram índice Sharpe não-negativos.

Os resultados dos cálculos são apresentados na tabela abaixo:

**Tabela 3.30/Tabela de Correlações**  
Índice Sharpe (IS)\*, Patrimônio Líquido e Rentabilidade - Período 1997 - 2002

Ano	Rentabilidade -Patrimônio Líquido	ISG - Patrimônio Líquido	ISG -Rentabilidade
1997	-0,0245	-0,0302	-0.0440
1998	-0,0087	0,1342	-0.0768
1999	0,2298	0,0622	-0.0935
2000	0,2712	-0,0736	-0.0315
2001	-0,0579	-0,0937	0.9651
2002	-0,0211	-0,0116	-0.0931

Nota: ISG referenciado pela rentabilidade mensal da caderneta de poupança.

Fonte: ANBID. Elaboração do autor.

No que se refere à relação entre tamanho dos fundos e a rentabilidade, os coeficientes de correlação próximos a zero indicam independência entre essas duas variáveis. Esse resultado é compatível com as diferenças de participantes nos *rankings* apresentados, mas coloca uma questão da procura de fundos pelo público.

Os dados da correlação entre o IS e o patrimônio líquido não permitem a rejeição da hipótese nula, qual seja, os maiores fundos de investimento não estejam correlacionados com melhor desempenho. De fato, os dados indicam até mesmo uma correlação negativa entre tamanho e desempenho.

Esse resultado desafia a existência de economias de escala na administração de fundos, ou, ao menos, que os ganhos de escala sejam repassados para os clientes em termos de rentabilidade. Os efeitos do maior tamanho não parecem se exercer sobre o maior desempenho, que poderia ser obtida pelo maior poder de diversificação e negociação dos preços. Acresça-se a isso que independência entre o Sharpe e o tamanho é acompanhada da independência entre a rentabilidade e o tamanho. De fato, se os maiores fundos apresentassem os mesmos índices Sharpe que os menores, mas apresentassem rentabilidades superiores, haveria motivo para que fossem mais demandados, pois os s estariam recebendo prêmios superiores pelo risco incorrido. Mas esse parece não ser o caso.

A baixíssima correlação entre a rentabilidade e o Sharpe indica que há independência entre rentabilidade e desempenho<sup>50</sup>, o que sintetiza os resultados anteriormente encontrados e

<sup>50</sup> Há aqui uma exceção. A única correlação positiva e expressiva se encontra em 2001, para o ISG e a rentabilidade. Nesse ano, poucos fundos e tipos de fundos foram selecionados, com grande concentração de fundos de investimento em ações da Petrobrás com recursos do FGTS. Como tais fundos apresentaram

seria compatível com a inexistência de economias de escala, ao menos a partir de um determinado tamanho, na gestão de fundos. Isso significa que o porte dos gestores de fundos não os distinguiria em termos da eficiência da gestão dos fundos.

Esse resultado remete ao problema da determinação da preferência dos clientes pela aplicação em fundos de investimentos de grandes bancos, tal como o índice de concentração indica. Duas são as hipóteses, de certo modo complementares, levantadas para explicar esse fato.

A primeira delas é que a sofisticação dos mercados financeiros inclui um elemento que é a aparição do banco universal ou múltiplo. A estrutura múltipla permite aos bancos estabelecer relações com os clientes que tornam a avaliação do desempenho de um fundo de investimento uma função dos demais vínculos financeiros presentes e existentes. A perspectiva de isenção de tarifas de serviços, aumentos nos limites dos cartões de crédito e redução nos juros dos empréstimos ao consumidor, associado ainda à conveniência de transferir recursos dos fundos diretamente para a conta corrente ou outra aplicação financeira com um telefonema podem limitar a capacidade de um agente comparar desempenhos entre fundos. Os bancos, por meio dessa estratégia, impõem um custo de mudança para os clientes que deve ser vencido para que investimentos em fundos obedeçam apenas a critérios de desempenho e rentabilidade dos fundos.

A primeira hipótese, de que há imperfeições que caracterizam a relação entre clientes e bancos, é complementada por uma outra, a hipótese de que as imperfeições no mercado sejam suficientemente grandes para que os clientes sejam capazes de escolher fundos segundo critérios de desempenho. Tais imperfeições poderiam se derivar da presença de incerteza e da assimetria de informação que caracterizariam esse mercado.

A escolha criteriosa de fundos de investimento deveria exigir dos clientes a capacidade de avaliar a composição das carteiras e estratégias subjacentes a cada fundo, assim como projetar o comportamento futuro das variáveis econômicas relevantes. A partir daí, com base na segurança com que calculou suas projeções e com as perspectivas de necessidade de liquidez, restaria ao futuro escolher fundos ou conjuntos de fundos que melhor se encaixem com seus interesses.

No mundo real, entretanto, uma escolha objetiva é praticamente impossível. De um lado, a incerteza limita a objetividade com que se avalia a projeção das variáveis econômicas relevantes. De outro lado, a assimetria de informações, incluindo as assimetrias na relação entre clientes e instituições financeiras, diminui a eficiência com que os s de fundos obtêm informações disponíveis e as elaboram. Assim, quanto mais incerto o futuro e mais significativas às assimetrias, maior o potencial para a geração de resultados ineficientes que transparecem na escolha majoritária de fundos com desempenho inferior. Fatores como a ignorância sobre aspectos legais, como o fato dos fundos de investimento não serem garantidos pelas instituições financeiras que os administram, pesam na hora da escolha do

---

remuneração contínua e expressiva, o ISG acompanhou de perto a rentabilidade. A seleção de poucos fundos foi resultado do baixo desempenho das ações, que produziu muitos ISG negativos em fundos de ações e uma mudança expressiva nos tipos de fundos, descontinuando as séries.

fundo em que os recursos serão empregados, na forma de uma correlação imaginária entre a solidez do banco e dos fundos.

Esses fatores que podem assegurar certa vantagem para os bancos múltiplos, que por conta de sua grande quantidade de clientes exerce sobre esses um poder de monopólio, são também a fonte de potenciais conflitos de interesse. Tais conflitos podem se dar entre todas as partes envolvidas, isto é, s, gestores dos fundos, administradores de fundos, acionistas dos bancos, mas também podem envolver conflitos entre toda a indústria de fundos, conflitos com os objetivos de política monetária e fiscal, com conseqüências que podem até mesmo chegar a ponto de crises sistêmicas.

### 3.2. Regulamentação e conflitos de interesse

Um problema clássico, decorrente da incerteza e da assimetria de informações, trata do fenômeno da persistência de retornos acima (ou abaixo) do mercado. Esse resultado contradiz os resultados do CAPM, segundo o qual ao se conseguir uma diversificação de portfólio eficiente, as diferenças de retorno (ajustados ao risco) entre os fundos somente poderiam ser explicadas por fatores aleatórios. O fato de alguns fundos apresentarem um desempenho sistematicamente superior ao benchmark seria improvável. Entretanto, ainda que no longo prazo não haja evidências o fenômeno da persistência, ao menos no curto prazo, diversos estudos<sup>51</sup> apontam para o fato de que fundos com bom desempenho corrente provavelmente vão apresentar bom desempenho no futuro próximo. Esses resultados indicam existência de fatores que limitam a operação eficiente dos mercados financeiros nos Estados Unidos e no Brasil. Em especial, os estudos citam a habilidade dos administradores e o acesso antecipado a informações como fatores que poderiam responder pela persistência de performance.

Do ponto de vista dos clientes das instituições financeiras e s dos fundos de investimento, a seleção de instituições financeiras, ou fundos de investimento entre instituições financeiras, não parece ser uma tarefa trivial. A existência incerteza, informação assimétrica e de custos de transação, estes últimos grandes medida resultado da manipulação produzida pela estratégia de marketing dos bancos, impõem custos de mudança, já mencionados anteriormente. Entre os custos de mudança, encontram-se aqueles que decorrem: i) da perda das economias associadas à reputação do cliente junto à instituição financeira; ii) da perda de vantagens pelo uso de diversos produtos (especialmente válida no caso da escolha de fundos mais rentáveis sem mudança no total das operações); iii) tarifas para fechamento e abertura de contas. Essas características da relação entre bancos e clientes limitam, ao menos no curto prazo, resultados previstos pelo modelo competitivo, obtidos em um ambiente em que os clientes podem ser indiferentes às instituições com as quais fazem negócios.

Conseqüentemente, o diferencial de rentabilidade (ajustada ao risco) terá de compensar, por montante significativo, os custos de mudança enfrentados pelos clientes para

---

<sup>51</sup> Entre os estudos recentes sobre performance de desempenho de fundos de investimento encontram-se os de Grimblat e Titman (1992); Hendricks, Patel e Zeckhaue (1993);, Gruber, Edwin e Blake (1996); e Carhart (1997). Esses estudos apontam para evidências de persistência de performance no curto prazo, mas não para o longo prazo. Bessa (2000) não encontra evidências de persistência no Brasil, enquanto Ricca (2003) identifica desempenho superior para fundos certificados por agências de *ratings*.

que a migração de seus recursos financeiros entre fundos de investimento responda mais rapidamente aos diferenciais de preços de produtos individuais. Esse fato pode conferir aos bancos poder de mercado para cobrar tarifas diretamente ligadas aos fundos e a outros serviços financeiros, rebaixando os ganhos dos clientes.

Um agravante deriva-se de outra distorção associada a dificuldade que clientes individuais têm para ter acesso às informações e compreender a estratégia de composição de portfólio dos diversos fundos administrados pelas instituições financeiras. Quanto mais difícil a obtenção de informações e mais complexa a sua elaboração, mais difícil a comparação entre fundos distintos, especialmente se o ambiente é tipificado pela incerteza.

O surgimento do conflito de interesse reside ainda na relação entre os fundos e instituições administradoras. As operações dos fundos devem ser guiadas pelo interesse de lucratividade da instituição administradora, que deveria ser obtido por meio da arrecadação de comissões oriundas de desempenho excepcional. Contudo, é possível que o interesse das instituições entre em conflito com os interesses dos s, reduzindo-lhes a rentabilidade e/ou expondo-os a riscos maiores do que estariam dispostos a aceitar. Assim, os fundos podem ser influenciados a adquirir ativos emitidos pelos próprios bancos administradores, ou adquirir/vender obrigações que podem promover ganhos aos bancos administradores, sem ter como meta a maximização dos retornos ajustados aos riscos, mas o benefício da instituição administradora.

Alternativamente, instituições administradoras podem procurar beneficiar fundos de investimento, prejudicando a sua própria lucratividade, absorvendo perdas para evitar uma corrida de clientes de seus fundos. Como os clientes de fundos, em geral, são também clientes dos bancos, estes podem tomar um episódio de mau desempenho dos fundos como sinal de mau desempenho do banco e promover uma corrida bancária.

Nos dois casos anteriores, a ligação entre as atividades de administração de fundos com a administração dos bancos pode gerar assimetria de ganhos entre acionistas e s de fundos, mas os limites desse tipo de operação podem extrapolar a distribuição da renda entre essas partes.

Uma possibilidade é que, por meio de vínculos entre fundos de investimentos e bancos administradores, o Banco Central seja acionado para sanear danos causados por fundos de investimento, transferindo recursos públicos para s e/ou acionistas de bancos, sob a alegação de intervenção de última instância. Por outro lado, na iminência de uma corrida bancária, provocada por perdas dos fundos de investimento, a recusa de intervenção por parte do Banco Central pode levar um banco saudável à falência e, por analogia, dar início a uma crise sistêmica.

Desse modo, o potencial para a geração de conflito de interesses envolvendo a gestão de fundos de investimentos, assim como suas externalidades negativas, impõem o estabelecimento de regulamentações que visam preservar o interesse dos consumidores de produtos financeiros e acionistas, mas também assegurar que o funcionamento do sistema não induza a economia à fragilidade financeira e à instabilidade.

Obviamente, o potencial dos conflitos de interesse e sua repercussão dependem do formato institucional e do desenvolvimento do sistema financeiro. No caso do Brasil, as novas legislações, introduzidas desde 1995, voltam-se para um ambiente econômico em mutação mais com algumas tendências relativamente definidas, dentre as quais duas são as mais importantes para discutir a regulamentação.

A primeira delas é o fato de que os fundos de investimento continuarão a crescer, sendo o principal canal para o depósito de recursos do público. Isso significa que os montantes aplicados nos fundos de investimento vêm, crescentemente, influenciando os destinos da macroeconomia local, respondem a parte expressiva do sistema financeiro e representam parcela significativa da economia popular.

A segunda tendência, cuja origem remonta aos desdobramentos da reforma financeira dos anos sessenta, é a tendência à conglomeração financeira. Com isso, a natural separação entre gestão de fundos de investimento, que inicialmente seriam administrados por bancos de investimento, distribuidoras e corretoras de valores, foi sendo erodida até que, a partir de 1988, a lei que instituiu a constituição de bancos múltiplos, passou a reconhecer legalmente o formato de banco universal.

O desenvolvimento dessas tendências implica o aumento do potencial para conflitos de interesses e grande repercussão negativa caso haja situações críticas. Para limitar as áreas de conflito, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil (BACEN) têm desenvolvido regulamentações para disciplinar o relacionamento entre as partes envolvidas visando mitigar possíveis efeitos danosos para clientes de fundos de investimento e para a economia. Interagindo com o esforço oficial, a Associação Nacional de Bancos de Investimento e Desenvolvimento (ANBID), representante dos interesses das instituições que administram mais de 96% dos volumes aplicados em carteiras dos fundos de investimentos, impôs aos seus associados a obediência ao Código de Auto-Regulação (CAR), sem prejuízo do que estabelecer a Lei.

Pode-se classificar o desenvolvimento da regulação atual de acordo com a ênfase nos seguintes elementos: (i) a difusão de informações aos s; (ii) a segregação de atividades; (iv) eficiência na fiscalização e supervisão e (iii) a auto-regulação.

No tocante à difusão de informações para os s, os fundos devem declarar expressamente a sua política de investimentos, ou seja, as características gerais de atuação, os critérios de composição da carteira, a estratégia de diversificação e os riscos incorridos. Ainda quanto aos riscos, os prospectos dos fundos de investimento deverão conter expressões bastante claras para alertar os s quanto ao fato dos fundos não serem garantidos pelo Banco Central do Brasil ou pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC), nem mesmo por ativos controlados pelas instituições administradoras ou de sua emissão. No caso específico do uso de derivativos, os clientes deverão ser informados do risco de perderem mais do que o montante investido, e que, por conseguinte, assumem o compromisso de cobrir eventuais prejuízos superiores aos recursos depositados. Devem ficar claras para os s as condições de emissão e resgate, inclusive o intervalo para a atualização do valor das cotas. As instituições administradoras devem expressamente comunicar aos clientes que os rendimentos passados

não são garantia de rendimento futuro, tampouco podem prometer rendimentos aos seus clientes.

A distribuição de informações é um pré-requisito para a tomada de decisão, do mesmo modo em que a garantia do direito dos investidores elimina incertezas quanto ao cumprimento dos contratos. Contudo, se a existência da legislação é um avanço, surge uma interrogação importante quanto à capacidade de que órgão regulador seja capaz de impor a obrigatoriedade de difusão de informações fidedignas que permitam comparações entre desempenho dos fundos, e fiscalizar os fundos de investimento para impedir que direitos dos s sejam desrespeitados.

Para conter os excessos da atuação dos bancos múltiplos como administradores e gestores de fundos, a legislação prevê a segmentação de atividades como garantia de não contaminação das atividades de administração, gestão e demais atividades dos bancos. A solidez dessa separação, tal como a expressão empregada nos Estados Unidos, Muralha da China sugere, seria alcançada por meio de várias medidas. Em primeiro lugar, é vedada às instituições administradoras utilizar recursos dos fundos para conceder empréstimos, prestar fiança ou aval, adquirir cotas dos próprios fundos que administra. Além disso, o fundo deve ter escrituração contábil própria, devendo as contas e demonstrações contábeis dos fundos ser segregadas das contas do administrador. A segregação de atividades de administração de fundos e demais atividades exigem a adoção de procedimentos operacionais objetivando a segregação física de instalações, a preservação de informações confidenciais entre os administradores, funcionários e colaboradores.

A eficácia das muralhas para segregar atividades no interior de uma instituição financeira têm sido colocada em cheque desde os episódios envolvendo perdas com ações da Enron e nos demais escândalos corporativos, nos Estados Unidos, vieram a público. Há vários relatos com respeito a recomendações de compra ou manutenção de ações de empresas problemáticas para fundos de investimento, realizadas por especialistas dos bancos de investimento que estavam precisamente vendendo tais papéis. Esses fatos colocam suspeitas sobre a possibilidade concreta de se estabelecer a segregação de atividades, reacendendo o debate sobre os riscos de operações de bancos universais.

Quanto à eficiência na fiscalização e supervisão da indústria, uma mudança recente é a transferência de responsabilidades do Banco Central do Brasil para a Comissão de Valores Mobiliários no tocante à autorização, registro, supervisão e fiscalização de fundos de investimento. Até à edição da nova legislação, o Banco Central do Brasil era responsável pela regulação dos fundos de investimento financeiros, enquanto cabia à CVM a regulação dos fundos de títulos e valores mobiliários. A partir da nova legislação, temas ligados à regulação de fundos de investimento terão de ter o aval do Banco Central do Brasil no caso de afetarem as políticas monetária, creditícia e cambial. Contudo, as atividades regulatórias da indústria de fundos serão doravante responsabilidade da CVM.

Um dos elementos que se levanta para justificar a regulamentação das atividades dos fundos pela CVM é o fato de que o Banco Central do Brasil, de fato, sempre esteve mais voltado para as conseqüências macroeconômicas da operação dos fundos de investimento do

que com o funcionamento da indústria. Além do que, a regulamentação e fiscalização de fundos enfrentou o problema da superposição de competências, que tornava cara e complexa a fiscalização e a aplicação de penalidades, uma vez que os fundos ganhavam a liberdade de recorrer das decisões dos reguladores empregando a legislação que melhor lhes favorecesse, enquanto as dificuldades operacionais de fiscalização conjunta não foram superadas.

Contudo, um problema importante no Brasil é que a crise do setor público ao longo dos últimos 25 anos não permitiu o fortalecimento prévio da CVM para a tarefa que está sendo chamada a desempenhar. A maior parte dos fundos de investimento no Brasil, que estava sobre a alçada do Banco Central, passa a ficar sobre a responsabilidade da CVM. É exatamente com base nessa perspectiva que o projeto de auto-regulação é justificado pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento, sob a alegação de que são os próprios fundos de investimento os maiores interessados no bom funcionamento da indústria, o que significa garantia dos direitos do investidor.

De fato, o crescimento dessa modalidade de aplicação financeira depende da confiança do público, que cresce com o fortalecimento da reputação da indústria e pode se abalar na medida em que ocorram fatos que desabonem a conduta, tais como a ocorrência de grandes perdas decorrentes de fraudes, negligência ou incompetência. A ANBID desenvolveu um Código de Auto-Regulação e se propõe a certificar os fundos que cumprirem com as exigências, assim como punir aqueles que fugirem de suas regras.

Um dos problemas é que não há a obrigatoriedade de associação à ANBID, o que sugere que parte dos fundos, ainda que pequena, pode ficar de fora desse arcabouço. Entretanto, a proposta de auto-regulação da ANBID é acompanhada de uma demanda de menor complexidade na legislação que regula os fundos. Segundo a ANBID, a regulamentação da CVM é muito detalhista, inibindo a capacidade de inovação da indústria e introduzindo custos elevados no funcionamento dos fundos. O ideal seria que a CVM se fixasse no estabelecimento de parâmetros gerais e que a ANBID regulasse os detalhes da indústria, com a vantagem de estar mais próxima do mercado.

Em que pese a simpatia da CVM pelo esforço de auto-regulação, existe certa cautela, pois a ANBID representa o interesse dos administradores de fundos e suas decisões refletem a disputa política no seu interior. Assim, sempre há o risco de que as decisões quanto à regulação favoreçam os interesses dos fundos de investimento, prejudicando o avanço dos interesses dos cotistas.

## CAPÍTULO IV

### EFICIÊNCIA MACROECONÔMICA E A EVOLUÇÃO RECENTE DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

#### 1. INTRODUÇÃO

No Brasil, a indústria de fundos de investimento que emerge da reforma 1964/66 tinha o objetivo de financiar o capital de giro e o investimento. Sua constituição fez parte de uma estratégia para estimular o *funding* de origem privada das empresas, fortalecendo o mercado de capitais. Para tanto, os fundos fiscais e fundos mútuos livres aplicavam, compulsoriamente, parte dos ativos em ações e debêntures. A crise da bolsa, em 1971, e o aumento das turbulências econômicas, a partir do primeiro choque do petróleo, em 1974, atingiram em cheio a indústria de fundos, que, a partir de então, entrou em decadência. A reversão da tendência ao esvaziamento da indústria de fundos ocorreu cerca de 10 anos depois, no início dos anos 80.

Curiosamente, tal recuperação se deu em meio à elevação das taxas de juros e do spread bancário e ao aumento das incertezas quanto ao futuro da economia. O aparente paradoxo é explicado por uma transformação ocorrida na indústria de fundos. Os fundos de investimento passaram a concentrar suas operações na aquisição de debêntures, que são títulos de renda fixa, explorando oportunidades para concorrer com o financiamento bancário. Desta forma, o Brasil assiste à emergência de fundos com perfil de renda fixa em meio à arrastada falência dos fundos de investimento em ações.

A partir de 1984, a regulação do setor consagrou legalmente as novas tendências, ao estabelecer a segmentação formal da indústria de fundos entre fundos de ações e fundos de renda fixa. Ao permitir o surgimento de fundos de renda fixa com ampla liberdade para compor suas carteiras com títulos públicos e privados, negociáveis no curto prazo, ampliou os canais para a colocação destes papéis e, ao mesmo tempo, a disponibilidade de ativos financeiros líquidos e protegidos da inflação para o público. Com essa medida, foi ao encontro da demanda e alavancou o setor, mas, simultaneamente, contribuiu para o aprofundamento dos mecanismos de endogenização da oferta monetária.

O crescimento dos fundos de renda fixa foi tão expressivo, e sua liquidez tão significativa, que o Governo Collor os tratou como um agregado monetário quando do bloqueio dos ativos financeiros, em março de 1990. Temia-se, expressamente, que a natureza próxima a da moeda que caracterizava o agregado “fundos de investimento”, e seu crescimento endógeno, comprometesse a política de estabilização<sup>52</sup>.

Desde então, diversas medidas foram tomadas no sentido de alongar a maturidade de suas cotas, inclusive a imposição de compulsórios ou do IOF para reduzir a rentabilidade dos

---

<sup>52</sup> Esse diagnóstico aparece na Exposição de Motivos número 58 que apresentou a Medida Provisória número 1668, que recriou o cruzeiro e estabeleceu as regras de conversão dos valores antigos, expressos em cruzados novos (Carvalho, 1992). Um diagnóstico semelhante, elaborado em 1989, se deve à Belluzo e Almeida (1990).

fundos que operassem a curto prazo. Três objetivos simultâneos, ainda que hierarquicamente posicionados, eram perseguidos: (a) remover as características de quase-moeda dos fundos de investimento, para garantir maior controle do Banco Central sobre a política monetária; (b) criar espaço cativo para títulos públicos de longo prazo; (c) ampliação da demanda de títulos privados e ações.

O resultado obtido com essas medidas não pode ser considerado totalmente bem sucedido. Mesmo com as políticas voltadas para a contenção dos efeitos monetários dos fundos sobre a inflação e os incentivos ao alongamento dos prazos, os fundos continuaram representando um agregado quase-monetário, enquanto a função de “facilitador” do *funding* do investimento e da dívida pública não foi cumprida. De fato, os fundos permaneceram, até o início do Plano Real, concentrando-se em aplicações líquidas, de baixo risco, e financiando-se, principalmente, por meio da emissão de cotas de curta maturação.

A progressiva conversão da indústria de fundos da condição de fonte de recursos para o *funding* das empresas para a função de canal de colocação de títulos públicos de curto prazo, assim como sua evolução no sentido de se tornar ativo quase-monetário, pode ser interpretada como uma descaracterização do projeto inicial. O processo de descaracterização pode ser explicado como o resultado das pressões inflacionárias, do ambiente institucional favorável à negociação de dívida pública e a relativa rigidez institucional da indústria.

A inflação estimulava a demanda de títulos públicos de curto prazo e com correção. O ambiente institucional os tornava muito atraentes, devido à facilidade de negociação, e a incerteza elevada tornava o baixo risco de *default*, que caracteriza os títulos públicos, um atributo muito importante. Por outro lado, argumentava-se, ainda, que os limites legais para a diversificação, enfrentados pelos fundos de ações, reduziam a rentabilidade ajustada ao risco. Tal risco era especialmente difícil de mensurar, devido à falta de transparência sobre a gestão dos fundos e sobre o próprio funcionamento do mercado de capitais, tornando as aplicações de longo prazo, em um ambiente já marcado pela incerteza, extremamente arriscado para os clientes. Esse caldo garantiu o florescimento dos fundos de investimento que operavam, primordialmente, com dívida pública.

Desde 1994, com a introdução do real, o quadro macroeconômico mudou: a alta inflação foi eliminada, o que introduziria maior previsibilidade sobre os preços futuros e valores reais dos ativos. Ao lado da conquista da estabilidade do nível de preços, uma série de mudanças na legislação que envolve os fundos, especialmente a partir da crise asiática, caminhou no sentido de tornar a indústria mais livre, comprometida com o direito do investidor e transparente. As transformações expandiram o horizonte de diversificação das carteiras, introduziram a segregação de atividades no interior de instituições financeiras que administram fundos e ampliaram os requisitos de transparência (incluindo-se aí a marcação a mercado dos títulos).

Os efeitos dessas mudanças macroeconômicas e institucionais sobre as operações visando o longo prazo, no entanto, ainda não se materializaram. A colocação da dívida pública e o financiamento do investimento não encontram condições favoráveis no sistema de fundos

de investimento, seja em termos de custo e volume de financiamento, seja em termos de prazos.

A hipótese aqui empregada para explicar esse fato recorre ao efeito da instabilidade macroeconômica. Ela seria responsável pela postura defensiva dos fundos de investimento. O suporte para essa tese se encontra na caracterização da função de *transformação da maturidade dos ativos financeiros* exercida pelos fundos de investimento. Admite-se que em um ambiente de instabilidade econômica e em que a institucionalidade permite grande liberdade de estruturação patrimonial, não estimulam a função de transformação de maturidade dos fundos, prejudicando a função macroeconômica de provisão de *funding* e nome da maior preferência pela liquidez. A lógica se explica abaixo:

Ao adquirirem ativos financeiros por meio da emissão de cotas, os fundos de investimento influenciam o *funding* e a disponibilidade de ativos líquidos da economia. O *funding* refere-se à adequação dos termos do financiamento ao fluxo de caixa do projeto financiado ou da unidade financiada. A disponibilidade de ativos líquidos em uma economia é o volume de ativos que podem ser convertidos em moeda rapidamente, sem perda de valor. Em contrapartida, seu impacto sobre a liquidez da economia dependerá do grau de maturidade e facilidade de conversibilidade das cotas de sua emissão.

Sendo assim, a análise da contribuição macroeconômica dos fundos de investimento, seja em termos da influência sobre a quantidade de ativos líquidos em poder do público, seja em termos da disponibilidade da demanda por ativos voltados para o financiamento de longo prazo, dependerá do desempenho da indústria em termos da sua função de transformação de maturidades. E essa função, cujo impacto econômico depende do tamanho da indústria, é, por sua vez, influenciada por dois elementos: i) o estado de expectativas sobre a evolução de economia; ii) as instituições que regulam a indústria.

As expectativas, ainda que fortemente determinada por elementos exógenos e não controláveis, são influenciadas pela conjuntura econômica do país. A conjuntura envolve o *retrospecto recente das variáveis econômicas* e as escolhas de políticas macroeconômicas. Esses dados são empregados nas projeções dos cenários contingentes, levando-se em conta a *herança econômica*, materializada em termos de estoques de ativos financeiros e reais, que determina parte dos compromissos e possibilidades de realização de planos.

As instituições determinam o balizamento das regras de operação do mercado. Elas estabelecem, no plano microeconômico, parte dos incentivos e os limites de ação dos agentes econômicos, afetando seu leque de escolhas e suas estruturas patrimoniais. No plano macroeconômico, as instituições têm implicações para o grau de exposição a crises e para os mecanismos de salvaguardas, bem como influenciam os incentivos ao financiamento de longo prazo e ao investimento.

Assim, respeitada a evolução singular das instituições que afetam a indústria de fundos e da conjuntura econômica em um país, argumenta-se que o comportamento dos fundos e da indústria de fundos como um todo, bem como seu impacto macroeconômico, podem ser explicados pela hipótese da fragilidade financeira, de Minsky (1982, 1986). Segundo essa

hipótese, os fundos de investimento tenderiam, na medida em que as perspectivas econômicas se tornam mais otimistas, a desempenhar uma função mais relevante no *funding* das dívidas e do investimento. Em decorrência, o alongamento dos prazos torna mais sólidas as estruturas financeiras das empresas e do governo, o que estimula o crescimento econômico.

Alternativamente, em momentos de maior incerteza, os fundos de investimento tenderiam a moderar a intensidade com que transformam maturidades, procurando títulos que, nessas condições, permaneceriam com grande liquidez. A busca de liquidez cria um incentivo contrário ao investimento e ao financiamento da dívida pública, impondo, por sua vez, um desestímulo ao crescimento.

## 2. POSTURA FINANCEIRA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO CICLO ECONÔMICO

Os fundos de investimento agrupam, em regime de condomínio, diversos investidores que visam extrair economias da agregação de capitais para fazer aplicações financeiras. Os cotistas de fundos de investimento, em tese, são poupadores que não se satisfazem com aplicações financeiras em depósitos. São orientados por uma perspectiva de aplicação de suas poupanças em carteiras, mas não crêem em sua capacidade de administrá-las eficientemente. Por isso, optam pelo serviço de administração profissional dos fundos de investimento.

As técnicas empregadas na gestão dos fundos de investimento, visando ampliar a lucratividade e a liquidez dos recursos dos cotistas, dão lugar ao exercício da transformação de maturidades, evidente no fato da emissão de cotas de maior liquidez do que a correspondente aos ativos que acoplam aos seus portfólios. A extensão com que a desempenharão responderá aos incentivos de mercado e aos limites e imposições estabelecidos pela regulamentação, resultando no formato da estrutura patrimonial dos fundos.

Utilizando um esquema classificatório, inspirado em Minsky, seria possível classificar as estruturas patrimoniais dos fundos de investimento em dois tipos. Os *fundos tipo hedge* e os *fundos tipo especulativos*. Um fundo tipo *hedge*<sup>53</sup> seria aquele menos exposto a riscos. Tipicamente, esse fundo aplicaria seus recursos em um conjunto de ativos bem diversificado, buscando o isolamento dos riscos idiossincráticos. De outro lado, procuraria escolher ativos que fossem menos expostos aos riscos sistemáticos para compor seu portfólio.

No que se refere à articulação entre ativos e passivos, os fundos *hedge* procurariam ativos com maturidade semelhante às cotas de sua emissão, que são sua forma predominante de financiamento. Estes fundos evitam operações alavancadas, minimizando o uso de derivativos, confinados às operações de *hedge*.

Uma elevação de juros não importaria grandes perdas para as cotas de fundos tipo *hedge*. Para tanto, o importante é que os fundos, cujas cotas fossem de maturidade semelhante aos papéis, tenham em sua estratégia o objetivo de manter papéis até o vencimento ou, então, carregar títulos indexados aos juros.

---

<sup>53</sup> Essa terminologia foi empregada para fazer um paralelo ao esquema classificatório desenvolvido em Minsky. Contudo, deve-se chamar atenção para não se confundir fundo tipo *hedge* com *hedge funds*. Estes últimos são tipicamente fundos fortemente alavancados e naturalmente expostos a grandes riscos.

Fundos dessa natureza operam como *brokers* (corretores), reduzindo ao mínimo a função de transformação de maturidade. Do ponto de vista do *funding* do investimento ou da dívida pública, esses fundos não oferecem contribuição relevante, tendo em vista seu horizonte de curto prazo. De um modo geral, como os títulos de curto prazo são os mais líquidos, espera-se que sua remuneração seja menor do que a obtida em fundos que operariam com ativos de mais longo prazo.

Fundos de investimento tenderão a apresentar estrutura patrimonial do tipo *hedge* sempre que houver grande incerteza na economia, momento em que os diversos riscos estão em relevo. Nessas circunstâncias, a liquidez dos fundos se torna seu maior atributo, em detrimento da rentabilidade.

Fundos do tipo especulativo, ao contrário dos anteriores, expõem os clientes a maiores riscos e suas estratégias incluem pelo menos uma das seguintes características: (a) são compostos por ativos mais expostos aos riscos sistemáticos; (b) operam alavancados; (c) atuam como transformadores de maturidade.

Um choque econômico, como uma elevação nos juros, desvaloriza mais fortemente as cotas do fundo tipo especulativo, pois seus ativos serão afetados negativamente por elas. Incluir-se-iam entre os ativos as ações e os títulos de longo prazo, que são mais sensíveis diretamente às altas nos juros do que os títulos de curto prazo ou com juros flexíveis.

A elevação de juros gera ainda outro efeito negativo, que, em geral, atinge mais os fundos especulativos. Ela provoca queda no nível de atividade econômica, ameaçando, desta forma, o valor das ações e títulos privados, por efeito da queda esperada da lucratividade. Não somente o valor presente do ativo cai por efeito do aumento da taxa de desconto como as expectativas de fluxos de dividendos, no caso das ações, se deprimem. No caso dos títulos privados, a queda da lucratividade aponta para o aumento do risco de *default* e para a necessidade de reestruturação de dívidas das empresas.

Do mesmo modo, uma expectativa de queda na arrecadação de impostos, que acompanha a queda do nível de renda, pode desvalorizar os títulos públicos. Esse fato pode dar origem a uma crença generalizada na decretação algum tipo de reestruturação da dívida pública ou no aumento da inflação que decorreria da necessidade de se aumentar da oferta de moeda para pagar os títulos. Uma nova rodada de elevação de juros, nessas circunstâncias, poderia ser antecipada à ocorrência de *default* ou da emissão de moeda, como uma profecia auto-realizável.

Fundos comprados nos mercados de derivativos sofrerão ainda mais, uma vez que a desvalorização das opções ou a queda do preço spot frente ao preço futuro imporá perdas imediatas. É provável que os cotistas, temendo mais perdas, queiram liquidar suas cotas, que são de baixa maturidade, ampliando a pressão sobre as vendas de papéis no mercado de capitais.

O crescimento dos fundos especulativos é favorável para o financiamento do investimento, tendo em vista que a demanda por papéis de longo prazo aumentará. Nessas

circunstâncias, é mais fácil compatibilizar os prazos dos financiamentos com a maturidade dos projetos de investimento.

Pode-se argumentar que o crescimento do volume de fundos com postura especulativa é favorecido sempre que as perspectivas de crescimento econômico são predominantes. Em geral, a preferência pela liquidez se reduz e a rentabilidade apresenta-se como atributo fundamental. E, supondo que quanto maior o prazo das aplicações financeiras, maior seja a sua rentabilidade, é admissível a existência de incentivos à dilatação da maturidade média das cotas.

### 3. A CONTRIBUIÇÃO MACROECONÔMICA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO DESDE A INTRODUÇÃO DO REAL

É indubitável que o Plano Real trouxe mudanças profundas no quadro econômico que provocaram grande impacto no sistema financeiro brasileiro<sup>54</sup>. Contudo, o setor de fundos de investimento continuou operando de forma conservadora, apostando na liquidez em detrimento de alternativas mais comprometidas com o longo prazo. Essa opção está associada aos desenvolvimentos macroeconômicos do período e à evolução institucional. A hipótese que se apresenta é que a instabilidade macroeconômica do período que se inicia com a introdução do Real induziu posturas defensivas, tornadas possíveis pela crescente liberdade para a formatação de fundos de investimento.

#### 3.1. Evolução institucional

A indústria de fundos passou grandes mudanças desde a introdução do Plano Real. Numa tentativa de síntese, pode-se argumentar que, dentre essas mudanças, pode-se observar 3 eixos que conferiram maior liberdade de atuação dos fundos: (a) liberdade de composição das aplicações; (b) liquidez das cotas e regras de remuneração; (c) transparência.

#### 3.2. Composição das aplicações

A partir da reforma de 1995, a regulação da indústria de fundos de investimento apresentou uma tendência de liberalizar a composição das aplicações. A indústria foi segmentada em Fundos de ações (tradicionais e carteira livre) FIFs (fundos de investimento financeiros) e FAC de FIFs (fundos de cotas de FIFs) e fundos de ações (tradicional e carteira-livre). Os FIFs seriam sujeitos a menor regulação do que os fundos que sucedeu (fundos de aplicações financeiras, fundos de *commodities*, fundos de curto prazo e fundos de renda-fixa), ganhando maior flexibilidade quanto à decisão de alocação de recursos, podendo até mesmo operar com derivativos de balcão.

---

<sup>54</sup> Há uma literatura considerável sobre a natureza das mudanças do sistema financeiro brasileiro. Dentre elas, veja, por exemplo, Cardim de Carvalho (2000); Mendonça de Barros, Loyola e Bogdanski (1998); Mendonça de Barros e Almeida Jr. (1997); Paula e Alves (2003); Paula (2002); Szmit (1999).

Os FIFs teriam ampla liberdade para compor suas carteiras, podendo adquirir qualquer título ou forma de aplicação existente no país, com a exceção da proibição da aquisição de TDEs, cotas de FDS e ações em limite superior a 20% do PL.

Já os fundos de ações tradicionais e carteira livre, estavam confinados a operar primordialmente com ações.

Ainda que esse tipo de modificação permitisse a criação de famílias de fundos segundo a ênfase nas operações com papéis de determinadas características, até o biênio 1999/2000, havia uma nítida distinção entre fundos de ações e fundos de renda-fixa. A partir daí, uma série de medidas foi tomada no sentido de dar maior liberdade ao segmento de fundos quanto à composição de seus ativos. A preocupação do governo, especialmente com os fundos de renda-fixa, era o seu fortalecimento, preparando-os para uma conjuntura mais estável, com taxas de juros mais baixas. Assim, em novembro de 1999, estabeleceu-se que em vez de se estabelecer uma distinção dos fundos segundo o critério do prazo de maturação, até o final de janeiro de 2000, os FIFs poderiam ser classificados em dois grupos: (a) FIFs referenciados em indicador de desempenho; e (b) FIFs não-referenciados.

Os primeiros, de menor risco, deveriam atender às seguintes exigências no que se refere às aplicações financeiras realizadas:

- (c) manter, no mínimo, 80% de seu patrimônio líquido em títulos de baixo risco
- (d) garantir 95% de rentabilidade mínima do *benchmark* escolhido
- (e) operar com derivativos apenas para fins de *hedge*

Os FIFs não-referenciados deveriam informar aos seus cotistas, precisamente, a natureza dos riscos a que estavam sendo expostos.

Essas medidas continuavam no caminho da maior liberação das operações dos FIFs e visavam estimular, por efeito da concorrência, a completude dos mercados, com a presumível oferta de um leque mais amplo de fundos com diferentes combinações de risco e retorno.

Por fim, dois diplomas legais, a Instrução 303 da CVM, de 05/05/1999 e a Circular 2958 do BANCO CENTRAL (06/01/2000), complementaram-se na criação de um contínuo entre fundos de investimento financeiro (FIFs) e fundos de títulos e valores mobiliários (FITVM).

No campo dos fundos de renda variável (ações tradicional – FMIA - e carteira-livre FMIA-CL) a CVM determinou que em 30/04/2000, os FMIA e FMIA-CL, fundos mútuos em ações e ações carteira-livre, respectivamente, deixariam de apresentar diferenças entre si e passariam a se constituir exclusivamente na forma de FITVM (fundos de investimento em títulos e valores mobiliários), com um mínimo de 51% sua carteira aplicada exclusivamente em renda variável. Ficam limitadas a 49% do patrimônio líquido as aplicações em renda fixa, pré ou pós-fixada, ou sintetizadas por meio de outro instrumento, cujos rendimentos possam

ser estimados no momento de sua realização, assim como as aplicações em FIFs, FAQs e FIEEx.

A ressalva adicional a respeito da liberdade para determinar a política de gestão das carteiras dos FITVM se refere ao uso de derivativos. Os FITVM pretendessem empregar derivativos em suas operações correndo riscos de perdas patrimoniais significativas, deveriam tornar explícito o risco, por meio de advertências claras e padronizadas.

De outro lado, os FIFs foram autorizados pela Circular 2958 (06/01/2000) a aplicar até 49% do valor das carteiras em ações ou quotas de fundos de investimento, nas modalidades regulamentadas pela CVM.

Essas mudanças praticamente tornaram sem significado mais preciso a distinção tradicional entre fundos de ações ou renda-fixa, como se fazia no passado. O espaço legal para a diversificação das carteiras de fundos de investimento se tornaria mais contínuo, o que, em tese, permitiria a expansão da oferta de fundos diferenciados para atender ao mais variado escopo de clientes.

### 3.3. Liquidez e remuneração das cotas

Os fundos de investimento em ações-tradicional ou ações-carteira livre não enfrentavam qualquer limite para saque em termos de carência, sendo considerados de liquidez imediata, respeitadas as regras dos fundos específicos. No tocante à remuneração, além da taxa de administração usualmente cobrada, poderia incidir, também, uma taxa de performance, cobrada sobre o valor excedente à determinada rentabilidade estabelecida em contrato<sup>55</sup>.

No caso dos FIFs, estabeleceu-se um tipo de incentivo para o alongamento das cotas, por meio da criação de fundos distribuídos em três grupos, segundo o prazo de carência das aplicações e incidência de depósito compulsório. O primeiro grupo, os FIF-CP (Fundos de investimento financeiro de curto prazo), poderiam ser sacados a qualquer momento. Entretanto, sobre eles incidiria um depósito compulsório não-remunerado de 40%, que abateria sua rentabilidade. Esse tipo de fundo foi desenhado para captar recursos que deveriam permanecer líquidos, com uso programado ou com uso potencial em curto-prazo, não sendo voltados para a poupança individual.

O segundo tipo de FIFs, voltados para aplicações de 30 a 59 dias, tinha o atributo da carência cíclica, isto é, só poderiam ser sacados nas datas de aniversário, sofreriam a incidência de um depósito compulsório de 5%. Sua rentabilidade seria superior à dos FIFs-CP, contudo seriam menos preferíveis sob o critério da liquidez.. O terceiro tipo de fundo, também com carência cíclica, era dedicado à aplicações de 60 dias ou mais, não sofria compulsórios, devendo ser, em tese, o mais rentável de todos. Esses dois tipos de fundos deveriam atrair os recursos voltados para a poupança.

---

<sup>55</sup> Seria possível, desde que constando do estatuto dos fundos, a cobrança de taxa de entrada e taxa de saída, que incidiriam, respectivamente, sobre a aquisição e a venda das cotas.

Em 1999, foram extintos o compulsório sobre os fundos de investimento financeiro e a cobrança de carência cíclica. Em contrapartida, foi introduzida a cobrança de IOF sobre frações decrescentes dos fundos, na medida em que os recursos permanecessem aplicados. Desde então, quaisquer recursos que ficarem aplicados em um mesmo fundo de investimento financeiro, por mais de 30 dias, estarão totalmente livres da incidência de IOF. Esse dispositivo tem a função de remover a liquidez plena das cotas dos fundos, pelo menos por esse curto espaço de tempo.

#### 3.4. Transparência

As turbulências provocadas pela crise asiática, no final de 1997, e as perdas ocorridas em fundos na Coreia e nos Estados Unidos trouxeram à baila o problema do conflito de interesses entre a gestão dos fundos e os cotistas. O conflito de interesses pode ser exposto a partir do problema do tipo agente-principal. Neste caso, o fundo de investimento, que é o agente operando em nome do interesse dos cotistas (principal) poder apresentar interesses divergentes, e negociar ativos financeiros visando atingir seus próprios objetivos. Assim, por exemplo, um fundo de investimentos pode ser induzido a comprar papéis que também estão na carteira das instituições financeiras que os administram no intuito de valorizá-los, transferindo renda dos cotistas para os administradores dos fundos. Esse problema - que ganhou dimensão nos Estados Unidos desde que a separação de atividades entre os bancos de investimento e os bancos comerciais foi dissolvida pelo Financial Services Reform Act, de 1999 - causou sérias preocupações no Brasil após a crise asiática e aos episódios envolvendo fundos de investimentos no início do ano de 1999.

Desde o começo dos anos 70, apesar da segmentação legal de atividades estabelecida pela Reforma Financeira de 1964/66, os bancos brasileiros passaram crescentemente a atuar sob a orientação estratégica de maximizar os ganhos dos conglomerados financeiros a que pertenciam. A tolerância das autoridades e dos legisladores, bem como os incentivos de mercado para a exploração dos ganhos com a negociação da dívida pública, tornaram os limites legais entre as instituições que compunham os conglomerados financeiros suficientemente tênues e viabilizaram um novo arranjo para ampliar lucros. A distinção entre os componentes do conglomerado deixaram legalmente de fazer sentido quando, em 1988, os bancos múltiplos puderam operar simultaneamente como banco comercial e banco de investimento.

A atuação de bancos múltiplos ou universais expande a margem para que os fundos de investimentos possam ser utilizados para maximizar os ganhos do conglomerado em detrimento dos ganhos dos cotistas. Com a crise de outubro de 1997, muitos clientes perderam dinheiro e o Banco Central recebeu um enorme número de queixas quanto às operações dos fundos. Diante dos indícios de que os critérios de administração de fundos adotados na ocasião permitiriam que os prejuízos da instituição administradora pudesse ser contabilizado pelos fundos e que os lucros dos fundos pudessem ser contabilizados pelas tesourarias dos bancos<sup>56</sup>, Banco Central do Brasil introduziu, por meio de Circular 2785, em 28/11/97, a segmentação

---

<sup>56</sup> Nem todos os bancos se adequaram, no prazo de 4 meses, inicialmente estabelecido, às novas regras de segregação de atividades. A esse respeito, ver a reportagem de ADACHI (1998).

de atividades, ou “muralha chinesa”, como é conhecido no mercado o dispositivo para manter distantes as atividades de gestão do banco, administração e gestão dos fundos.

A Circular 2785 estabelece que a instituição administradora de fundos de investimento é obrigada a apontar um diretor exclusivamente responsável pela área, sem contato com os demais departamentos da instituição financeira. Além disso, a custódia dos ativos do fundo e a área de análise de investimentos tiveram de ser isoladas, sendo permitido ao administrador contratar terceiros para o exercício dessa função, uma forma encontrada para garantir o isolamento das funções.

Além da segregação de atividades, desde 1999, outra exigência que visa aumentar transparência, é a obrigação dos fundos de investimento de informar, detalhadamente, aos seus clientes, a estratégia de gestão dos recursos. Esse dispositivo, simultaneamente, atrela a estratégia dos fundos ao plano de investimentos, e garante que os clientes possam tomar ciência dos riscos que correm, para evitar as perdas decorrentes da ignorância quanto à exposição ao risco. As desvalorizações de cotas dos fundos cambiais, ocorridas durante a desvalorização cambial de 1999, nos bancos Marka, FonteCindam e Boavista, levaram muitos cotistas a perder mais dinheiro do que imaginavam porque seus fundos operavam alavancados<sup>57</sup>.

Por último, é importante destacar a implementação da marcação a mercado. Prevista em lei desde a reforma de 1995, a marcação a mercado entrou em vigor em maio de 2002, com o objetivo de aumentar a transparências acerca do valor real das cotas e evitar que a assimetria de informações gerasse distorções na distribuição de ganhos e perdas entre os cotistas.

Até o estabelecimento da obrigatoriedade da avaliação dos títulos em carteira pela marcação a mercado, empregava-se comumente o método do registro histórico, acrescido de rendimentos até a data. Com a nova metodologia da marcação a mercado, o valor dos títulos deveria refletir a taxa de juros negociada no dia. Caso houvesse uma mudança nas taxas de juros, o valor dos papéis deveria ser redefinido para se ajustar à nova curva de juros, tal como ocorre com os títulos em negociação. Esse método impede que investidores que conheçam melhor o funcionamento dos mercados obtenham vantagem sobre os mais incautos por meio de comportamento oportunista.

Quando ocorre uma mudança nas taxas de juros, surge um incentivo ao comportamento oportunista para cotistas de fundos que utilizam o registro histórico como método de contabilidade de suas carteiras. No caso de um aumento nos juros, por exemplo, de acordo com o método histórico, os fundos carregados em papéis de renda fixa não refletiriam esses impactos sobre o valor de suas cotas, a menos que houvesse saída líquida de recursos por conta de ordens de venda. Nesse caso, os primeiros investidores a venderem suas cotas seriam beneficiados em detrimento dos demais, uma vez que suas cotas seriam recompradas pelo fundo pelo valor corrente – superior ao valor de mercado dos ativos do fundo. Em seguida, esses cotistas poderiam utilizar o valor arrecadado para adquirir mais dos mesmos títulos em carteira de seu fundo, explorando oportunidades de arbitragem. Os últimos cotistas a

---

<sup>57</sup> BALBI (1999a, 1999 b, 1999c)

venderem suas cotas se veriam em má situação, uma vez que o valor histórico dos papéis em carteira seria muito maior que o correspondente valor de mercado.

A marcação a mercado valoriza e desvaloriza as cotas dos fundos, de acordo com o preço de mercado sem que, necessariamente, haja operações de mercado envolvendo os títulos reavaliados. Assim, quando ocorre queda nas taxas de juros, o valor das cotas se eleva para refletir a reavaliação positiva dos títulos em carteira. No caso de uma elevação das taxas, as cotas são reavaliadas para baixo automaticamente, sem que haja espaço para operações de arbitragem. Estabelece-se um automatismo entre o valor das cotas e dos papéis correspondentes.

Em tese, esse mecanismo seria positivo para a indústria de fundos por tornar transparente o seu valor de acordo com a avaliação do mercado, e impedir assimetria na distribuição de ganhos e perdas. Contudo, a reação do público à introdução da marcação a mercado foi negativa para a indústria. Há estimativas de que a indústria tenha perdido cerca de 50 bilhões de reais para outras aplicações financeiras devido a ordens de retiradas a cada vez que as taxas de juros subiam. Curiosamente, o combate ao comportamento oportunista deu lugar a uma fuga de grandes proporções dos fundos de investimento financeiros.

É importante destacar que os problemas oriundos da assimetria de informação e os conflitos de interesse que daí resultam incluem outros efeitos que extrapolam a relação cliente-fundo. Do modo como se definem legalmente, os fundos de investimento não são instrumentos de financiamento dos bancos. Os bancos são meros prestadores de serviços para condomínios de cotistas. Porém, como ilustra o caso do Banco Boavista, a prática da administração de fundos pode ser influenciada por razões diferentes.

O Banco Boavista resolveu empregar recursos do próprio banco para mitigar as perdas dos acionistas com fundos cambiais alavancados quando da desvalorização cambial de 1999. Fez isso temendo que sua imagem como banco confiável e sólido pudesse ser atingida. Como os fundos foram adquiridos possivelmente no interior do próprio banco sem que os cotistas, possivelmente correntistas do banco, tivessem clareza da dissociação das atividades, existia o temor da associação entre a saúde dos fundos e do banco.

Houve, por parte da direção do banco, o temor de um efeito-contágio sobre o balanço do banco, na medida em que pudesse haver uma corrida de seus depositantes. Esse efeito, a possibilidade de os correntistas quererem retirar as demais aplicações do banco ao receberem notícias de quebra dos fundos, não pode ser desprezada. Em sistemas financeiros em que não haja clareza da independência das atividades do banco daquelas da área de administração de fundos, uma corrida contra o banco que administra fundos com grandes perdas pode ser encarado como natural.

A atitude defensiva do Boavista, contudo, demonstrou que os clientes do banco foram expostos ao risco de insolvência e os acionistas perderam dividendos. Restou, ainda, a dúvida com respeito à atuação do Banco Central neste caso, uma vez que pode ter sido obrigado a injetar liquidez no sistema bancário devido a problemas nos fundos.

Esse ponto ressalta o fato de que a existência de conflitos de interesses podem afetar a liquidez do sistema por duas vias. A primeira, é que a falta de transparência pode tornar os fundos desinteressantes, reduzindo o potencial de recursos canalizados para a aquisição de títulos e ações.

O cuidado para evitar a redução da atividade dos fundos e os esforços para ampliar suas atividades, por sinal, parece ser uma preocupação da indústria, tendo em vista o fato de que fundos de investimento representam uma fonte de receitas com comissões para o sistema financeiro. Como exemplo da defesa dos interesses da própria indústria, destaca-se a atuação da associação de classe que os representa, a ANBID. Essa associação lançou um código de auto-regulação para enfatiza a necessidade de maior transparência e do aprimoramento da segregação de atividades para garantir a credibilidade da indústria de fundos. A princípio, a ANBID auxiliaria a CVM e o Banco Central do Brasil na tarefa de fiscalizar e supervisionar a indústria.

A lógica da auto-regulação repousaria em dois pressupostos. Primeiro, que o custo de regulação deveria incidir sobre os beneficiários, nesse caso, a própria indústria de fundos de investimento. O segundo, que o próprio setor seria mais ágil para identificar possíveis problemas, uma vez que, supostamente, deteriam maior *know-how* sobre as operações da indústria, especialmente frente ao lançamento de inovações financeiras.

A ANBID, contudo, tem algumas divergências com a CVM no que se refere ao papel da auto-regulação. Segundo a ANBID, a regulação da CVM é muito detalhista no que se refere, principalmente, à divulgação de informações dos fundos, tornando excessivamente caros os custos associados a essa divulgação. Seria necessário, então, uma readequação das exigências. Ao mesmo tempo, segundo a ANBID, o grau de detalhe exigido pela CVM seria muito superior ao necessário para a tomada de decisão de investimento dos aplicadores em fundos de investimento. Parte das informações não seria, de todo modo, compreensível para a maioria dos aplicadores, não exercendo qualquer papel para sua segurança ou nível de informação. Essa observação, em tese, pode fazer sentido, uma vez que é, precisamente, a dificuldade em obter e processar informação que faz os investidores procurarem os fundos de investimento como canais para a aplicação de seus recursos.

A CVM, entretanto, responde a essa crítica alegando que a auto-regulação para fundos de investimento, no Brasil, não está em Lei. Sendo assim, nem todas as instituições que operam no mercado precisam se submeter a ela. Por isso, órgão governamental não poderia se abster da tarefa de regular e fiscalizar mais proximamente o setor.

A segunda, é o impacto sobre a própria estabilidade financeira de um súbito aumento de desconfiança, por parte do público, sobre a saúde do sistema de fundos de investimentos. Os danos para a disponibilidade de recursos financeiros no Brasil, que seriam oriundos da instabilidade de uma fonte de recursos, potencialmente crescente, para o carregamento de títulos e ações, já seria grave. Contudo a possibilidade de uma situação de *distress* ou crise bancária causada por problemas na indústria de fundos pode ser muito grave, ainda mais quando se leva em conta as dimensões dessa atividade no Brasil. Problemas de falta de confiança com fundos de investimento podem provocar súbito aumento de preferência pela

liquidez, desvalorizando fortemente os preços dos ativos. De outro lado, como mencionado, problemas na indústria de fundos podem dar início a uma corrida bancária, na medida em que o público associar a saúde dos fundos à saúde das instituições administradoras. no caso brasileiro, predominantemente bancos múltiplos. Esse efeito pode se dar por conta da assimetria de informações, mas também por efeito da percepção pública que uma possível desvalorização de ativos, por conta de uma fuga de fundos de investimento, pode gerar sobre o balanço dos bancos. O crescimento dos fundos de investimento mereceria, nesse sentido, atenção especial por conta de seu significado para a estabilidade do sistema financeiro.

#### 4. SUMÁRIO

As alterações no quadro institucional convergem em uma direção de maior liberalidade na operação dos fundos, tanto no que se refere à composição dos ativos como no que se refere às características das cotas dos fundos e remunerações. Espera-se que com a maior liberdade os fundos possam aumentar a eficiência do setor e, conseqüentemente, ampliar o volume de recursos disponível para o financiamento, em última instância, da dívida pública e do investimento em condições melhores.

A regulação da transparência da indústria garantiria que o conflito de interesses existente pela assimetria de informação seria mitigado pela divulgação mais precisa de informações e pela eliminação dos espaços para comportamento oportunista, garantindo maior eficiência para a indústria.

É importante ressaltar, contudo, que o efeito desse tipo de enfoque em uma economia em que o estado de confiança dos agentes econômicos é fortemente afetado pelo quadro de instabilidade pode não ser insuficiente para levar o sistema a um comportamento eficiente. Ao contrário, é possível pensar que a maior liberdade funcione como um sinal para dar vazão à busca de liquidez e ao abandono de operações de longo prazo.

##### 4.1. Conjuntura macroeconômica

O Plano Real propiciou o controle da inflação de modo muito bem sucedido, obtendo resultados inimagináveis à luz das experiências anteriores. Em poucos meses, os índices de inflação que caminhavam para a casa dos três dígitos mensais apresentaram recuo notável e, à medida que o tempo passava, consolidava-se a sensação de estabilização.

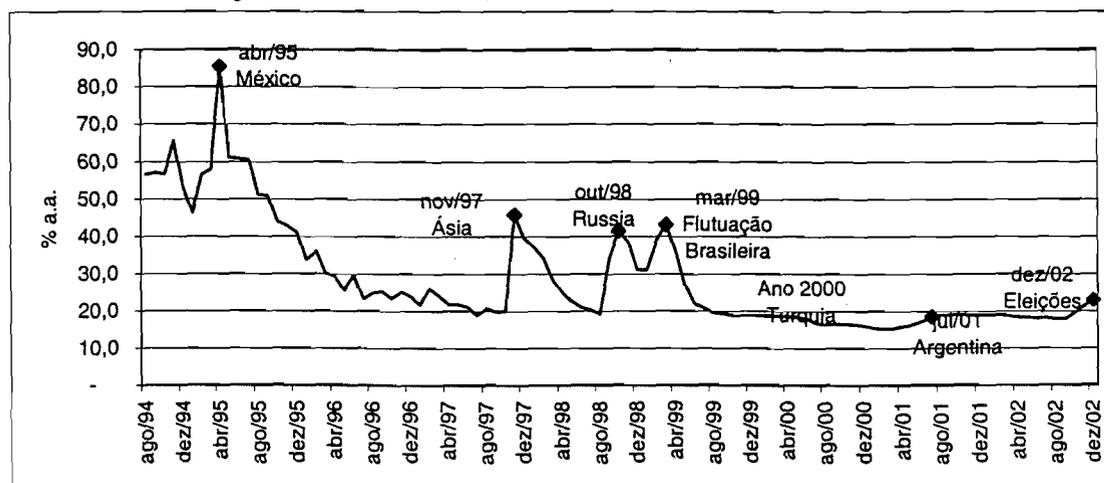
Uma das causas para esse sucesso foi a disposição do governo em lançar mão do arsenal de instrumentos de política econômica que o modelo de estabilização adotado lhe propiciava. Tal modelo, com várias versões aplicadas em vários países do mundo, apoiou-se na constituição de uma âncora cambial com crescente liberdade de importações e de movimento de capitais. De modo muito simplificado, a lógica do modelo obedeceria aos seguintes passos: (I) a previsibilidade da taxa de câmbio e a liberdade de importações estabeleciam um teto para os preços internos; (II) a entrada de capitais viabilizaria o financiamento das importações das demais obrigações do balanço de pagamentos, no curto prazo; (III) a longo prazo, a estabilidade e o acesso a fontes de financiamento levaria a economia brasileira à modernização e ao equilíbrio duradouro do balanço de pagamentos.

Um dos pontos nevrálgicos desse modelo era, precisamente, a necessidade de um fluxo contínuo de capitais para o Brasil, ao menos no curto prazo. A despeito da opinião inicial dos economistas mais otimistas, a observação dos fatos revelou que tais fluxos poderiam ser influenciados por fatores não totalmente imprevisíveis, e que a confiança na sua estabilidade não poderia ser garantida *a priori*. Conseqüentemente, a disposição do governo em perseguir o combate a inflação calcando-se nesse modelo o levou a utilizar instrumentos nem sempre favoráveis ao crescimento. De fato, sempre que houve dificuldades em manter as reservas em níveis considerados seguros, a taxa de juros foi elevada para atrair capitais, assim como foram empregados diversos métodos para conter a absorção interna, tais como a elevação dos compulsórios.

Os momentos de dificuldade não foram raros, podendo-se citar a crise mexicana (1994/1995), a crise asiática (1997) e a crise russa (1998), todas elas respondidas com elevação nos juros. No final de 1998, os impactos tinham sido tão significativos que o Brasil recorreu ao Fundo Monetário Internacional para obter um empréstimo visando recompor suas reservas. Para facilitar a concessão do empréstimo, o acordo com o FMI impôs a adoção de um pacote fiscal de grande magnitude, conhecido como Pacote 51. Em janeiro de 1999, entretanto, talvez precipitado pelas dificuldades do acordo, o Brasil foi vítima de um ataque especulativo que levou à flutuação da moeda doméstica.

A admissão da flutuação da moeda doméstica permitiria que o país resolvesse, em tese, o problema da escassez de reservas e que pudesse dar início a uma política de crescimento, liberando a política monetária da imposição de juros elevados. Na prática, como se sabe, os efeitos das desvalorizações sobre a inflação assim como sobre a solvência das empresas endividadas em moeda estrangeira limitavam o espaço de flutuação da taxa de câmbio sem que houvesse conseqüências econômicas mais graves. Por isso, o governo elevou as taxas de juros (ainda que os seus níveis tenham caído, na comparação com o período 1994-1998), em mais três episódios: a crise turca (2000); a crise Argentina (2001); e a crise eleitoral brasileira, em 2002.

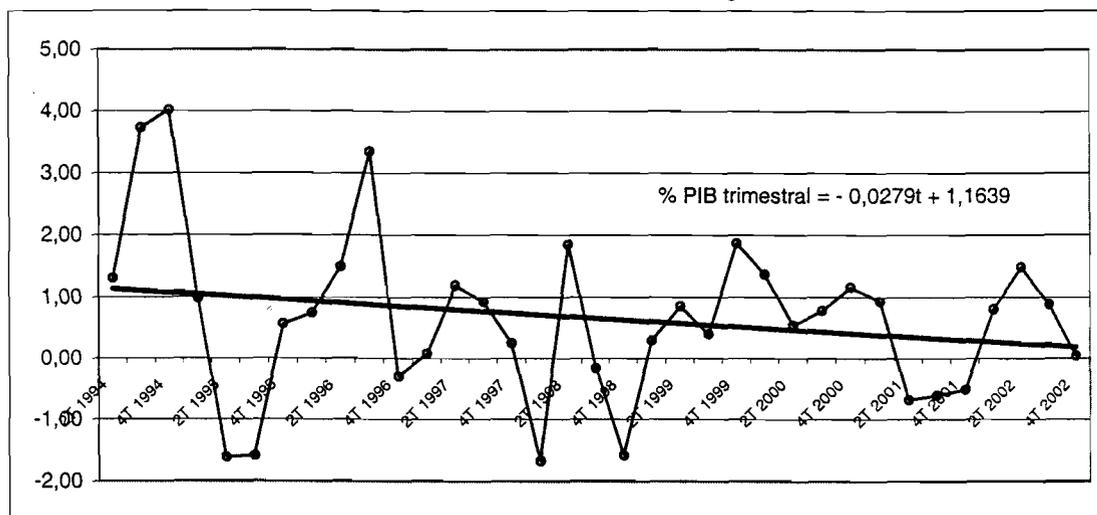
**Gráfico 4.1 - Evolução da Taxa SELIC (anualizada)**



Fonte: Banco Central do Brasil

O sucesso do controle da inflação surpreendeu boa parte dos analistas, que supunha uma transmissão quase integral da depreciação nominal do câmbio para o nível de preços, o que efetivamente não ocorreu. A contrapartida da estabilidade dos preços oriunda da condução da política de juros elevados foi o ritmo de crescimento econômico, caracterizado por um movimento de *stop-and-go*, em que os momentos de crescimento foram cada vez mais modestos e curtos, e as paralisações, mais profundas e longas.

Gráfico 4.2 – Taxa de Crescimento do PIB Trimestral a Preços de Mercado Dessazonalizado



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

#### 4.2. Dívida Pública

Do ponto de vista da dívida pública, o modelo brasileiro de combate à inflação gerou resultados também muito negativos, a despeito das melhores expectativas geradas pela estabilização. Esperava-se que com o fim da inflação a gestão da dívida pública interna se tornasse mais favorável, tendo em vista : (i) a expectativa de aumento de arrecadação real, por conta do efeito-Tanzi e do maior crescimento da economia<sup>58</sup>; (ii) as receitas extraordinárias com as privatizações; (iii) as maiores possibilidades de alongamento da dívida como decorrência de redução da incerteza trazida pela queda da inflação e aumento da taxa de crescimento econômico. Diante dessa perspectiva, a partir das melhores expectativas geradas

<sup>58</sup> É bem verdade que o efeito Tanzi, no Brasil, poderia ser menos significativo do que se esperava, podendo ser até mesmo negativo. Segundo o economista Edmar Bacha, o estado brasileiro havia se adaptado à inflação, indexando impostos, fazendo o contingenciamento dos pagamentos e pagando salários desvalorizados. Desse modo, ao contrário do efeito Tanzi, a inflação no Brasil provocaria aumento da arrecadação e desvalorização das despesas, o que conferiria ganhos inflacionários ao governo. Esse efeito (denominado efeito-Bacha, em homenagem ao economista), contudo, é discutível, uma vez que a indexação não era perfeita como também os fornecedores do setor público antecipavam os atrasos e aumentavam os preços para se precaverem da estratégia de contingenciamento. Nos momentos em que a inflação se tornou mais acelerada, os salários também foram indexados.

na primeira fase do Plano Real, seria razoável antever a menor expansão da dívida pública e a melhoria de seu perfil.

Contudo, o modelo de estabilização adotado no Brasil gerou uma dinâmica financeira que impulsionou a dívida. A manutenção de juros elevados para atrair capitais externos, necessário para reforçar as reservas, provocava expansão monetária na presença de um regime de âncora-cambial. Como a expansão monetária forçaria os juros para baixo, o combate a inflação poderia ser enfraquecido, por meio do aumento da demanda por bens, domésticos e importados, e pela redução da rentabilidade dos títulos. Para evitar a queda dos juros, que possivelmente induziria à expansão da absorção interna e à provável diminuição do influxo de capitais, o governo lançava títulos de dívida com juros elevados para reduzir a oferta de moeda. Os juros altos atraíam mais capitais e davam novo impulso à colocação de dívida pública.

A política de fortalecimento das reservas e de controle de liquidez ampliou a dívida pública e os custos para financiá-la. Na medida em que a economia brasileira solidificava o combate à inflação e a estabilidade cambial, os juros poderiam baixar e os prazos dos financiamentos aumentar. A seqüência de crises enfrentadas pelo país, no entanto, não permitiu uma queda substancial de juros nem mesmo o alongamento da dívida interna. Por isso, ao longo dos anos, o componente financeiro atingiu dimensões significativas.

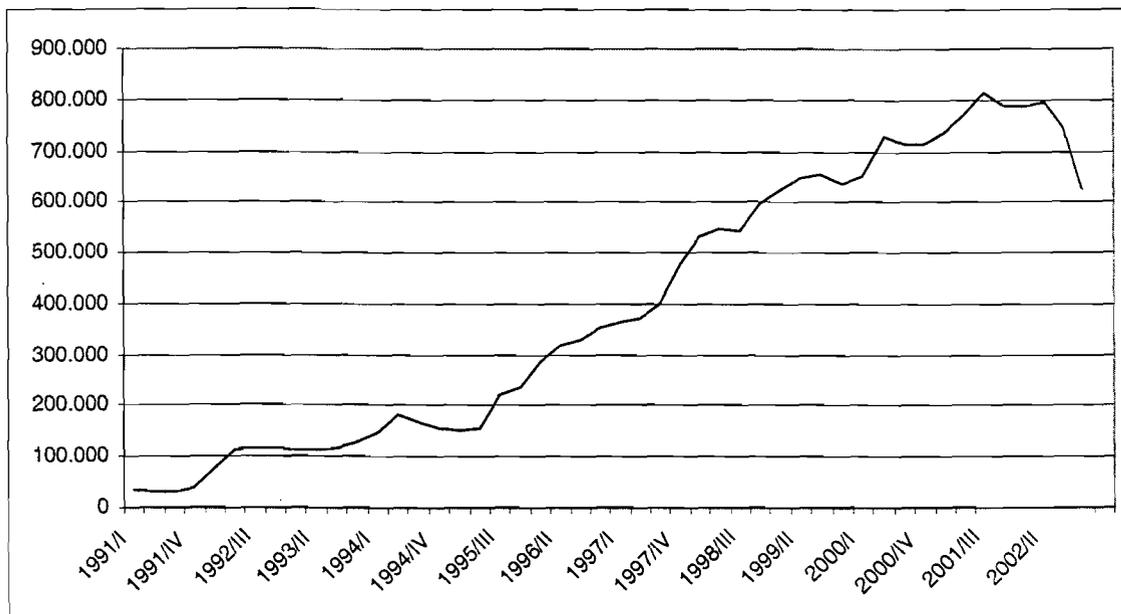
O crescimento da dívida pública por motivos financeiros, por sua vez, colocou a capacidade de pagamento da dívida sob suspeita, tornando-se um dos fatores agravantes em situações de crise. A elevação dos juros, além de prejudicar seriamente o cenário econômico, deprimindo o investimento e o consumo, ameaçava a credibilidade a respeito do valor da própria dívida. O temor de que o país não mais conseguisse atrair recursos externos com os juros altos induziu expectativas de instabilidade com respeito aos juros, ao câmbio, à inflação, além da crescente percepção de ameaça de reestruturação. A solução encontrada para garantir a rolagem da dívida foi a absorção, por parte do governo, dos riscos percebidos pelo público, por meio do encurtamento dos prazos, da indexação dos títulos aos juros, ao dólar e aos preços.

Ainda que a curto prazo a absorção de riscos tenha cumprido o papel de facilitar a colocação da dívida, seu valor ficou crescentemente determinado pelo comportamento da inflação, dos juros e do câmbio. O resultado foi que a dívida garantiu retornos ajustados aos riscos muito atraentes, tornando-se praticamente imbatível frente a outras opções de investimento, ao mesmo tempo em que passo, crescentemente, a ser determinada por seu componente financeiro.

### Gráfico 4.3 - Dívida Mobiliária Interna Federal - Títulos Fora do Banco Central.

R\$ Milhões em Valores de Dezembro de 2002

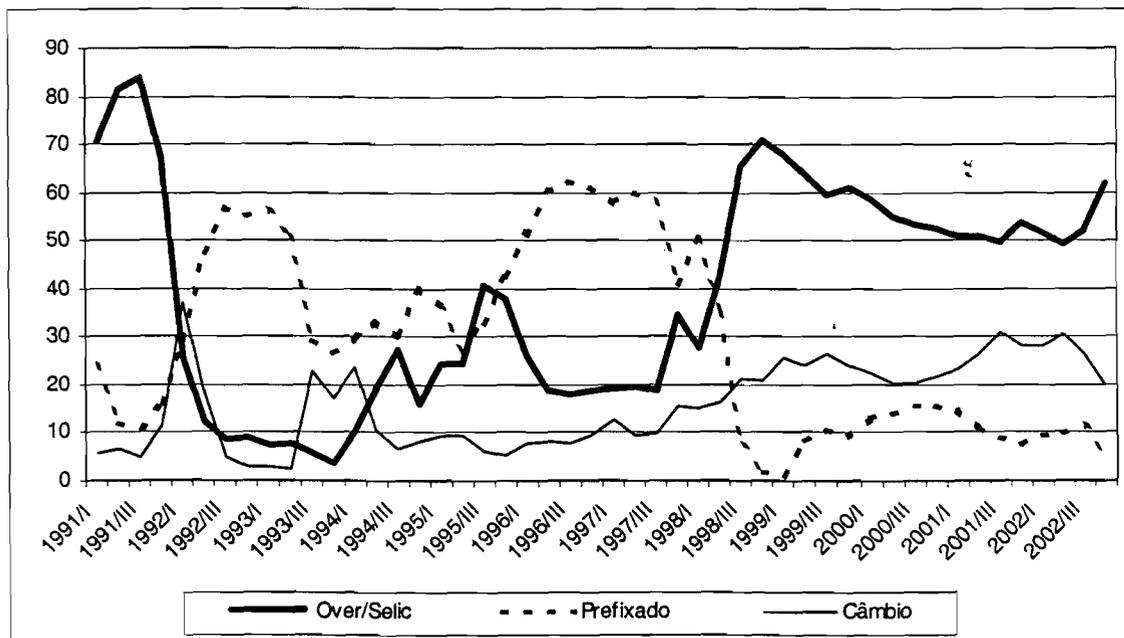
Deflator: IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil

### Gráfico 4.4 - Composição da Dívida Mobiliária Interna Federal por Tipo de Indexador - Posição de custódia

Principais Indexadores %



Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil (Vários números)

### 4.3. Bolsas de Valores

O impacto do plano sobre as bolsas de valores refletiu a dinâmica da economia durante o período da estabilização. Os volumes negociados e a valorização das ações vão receber um grande impulso no período que vai de 1992 até 1994, com a entrada de investidores estrangeiros nas bolsas. Dentre os fatores responsáveis por esse afluxo de recursos destacam-se: (i) a liberalização da conta de capitais brasileira no início dos anos 90; (ii) as perspectivas favoráveis de renegociação da dívida externa sob os auspícios dos Estados Unidos; (iii) a crescente liquidez internacional; (iv) a busca, especialmente por parte de investidores institucionais estrangeiros, de mercados com rentabilidade superior aos da Europa, Estados Unidos e Japão. O direcionamento para as bolsas, por sua vez, se explicava pelas boas perspectivas da economia brasileira, pela valorização futura das empresas estatais que seriam objeto de privatização e pelos baixos preços dos papéis.

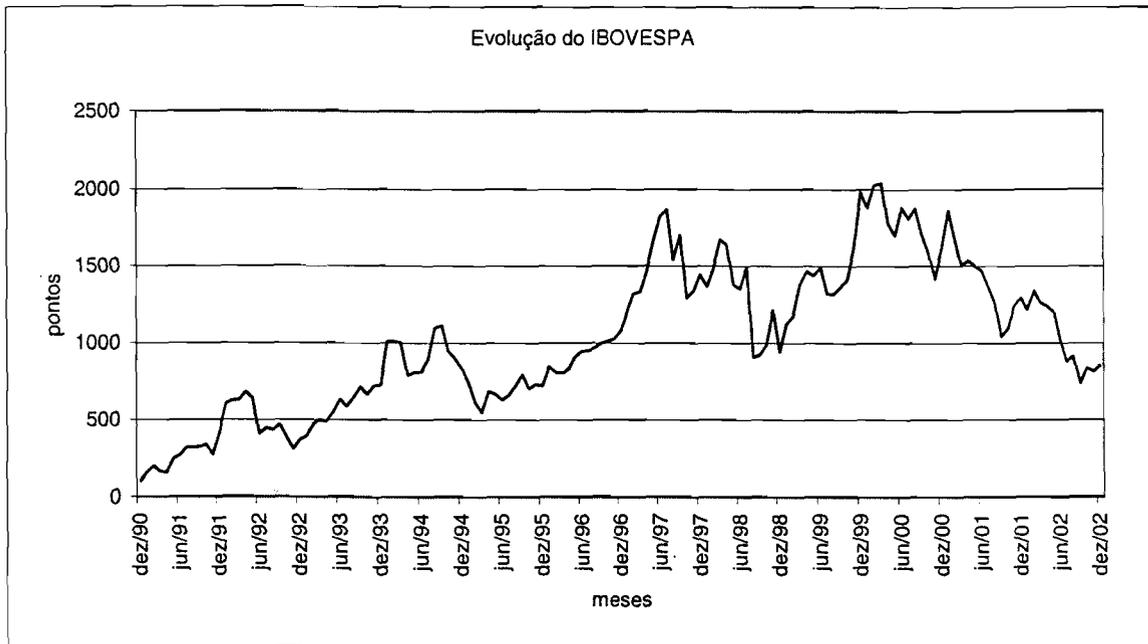
O movimento dos recursos estrangeiros em direção às bolsas estimulou a aplicação de recursos de brasileiros nesse mercado. A outra face desse boom nas bolsas foi o aumento das colocações primárias de papéis. Ao que tudo parecia indicar, o mercado de capitais começava a desempenhar a função de canal de recursos financeiros para as empresas.

Essa tendência se aprofundou no início do Plano Real, especialmente depois do sucesso do programa de estabilização. Mesmo depois da ocorrência da crise mexicana e dos efeitos danosos sobre o sistema financeiro brasileiro, os fluxos de capitais voltaram para as bolsas em busca de boas oportunidades de lucro. A recomposição da liquidez internacional depois da crise mexicana revelava que as perspectivas mantinham-se ainda favoráveis. A despeito dos efeitos de contágio sobre o Brasil, a crise foi interpretada como fato isolado e devidamente controlado, representando uma pequena interrupção nos fluxos de recursos para as bolsas.

A partir da crise da Ásia, estabelece-se um divisor de águas. Os fluxos de capitais estrangeiros em geral, e para as bolsas, em particular, a partir de então, parecem encontrar um teto e apresentam um padrão mais oscilante. Como regra geral, os recursos de estrangeiros para investimento em carteira dirigem-se em volumes menores para as bolsas, retirando-se rapidamente quando havia sinais de crise, voltando, de modo cauteloso, depois que haviam sido contornadas. Junto com a evaporação dos recursos de estrangeiros para as bolsas, a tendência de alta das bolsas de valores desaparece.

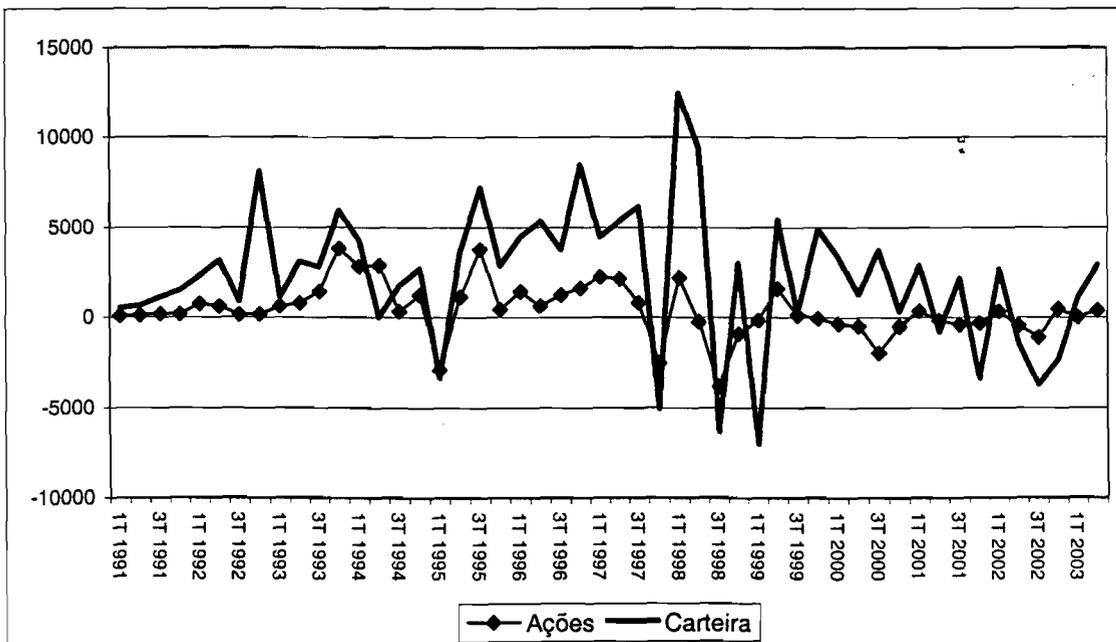
Ao que tudo indica, esse comportamento reflete uma mudança na estratégia dos investidores estrangeiros. As perspectivas de longo prazo que estimularam os investimentos nas bolsas brasileiras, desde 1992, cederam lugar a estratégias de curto prazo, que passaram a ser dominantes. Como decorrência desse comportamento, crescentemente estimulado pela instabilidade financeira internacional e pela fragilidade financeira externa, a evolução dos preços das ações, medido pelo IBOVESPA, apresentou forte volatilidade ao redor de uma tendência de crescimento nula, o que afasta os investidores e reforça as tendências especulativas.

**Gráfico 4.5 – Índice de Valorização Real da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo**  
 Índice base fixa (dez/1990 = 100)  
 Deflator: IGP-DI



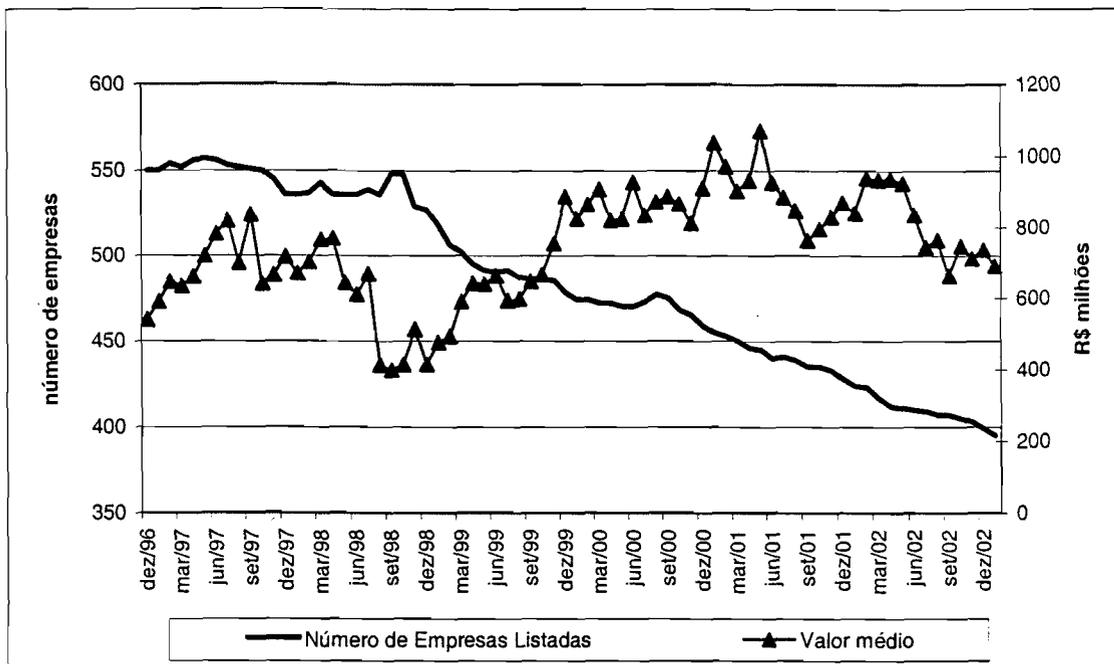
Fonte: BOVESPA e Banco Central do Brasil

**Gráfico 4.6 – Investimentos Estrangeiros Líquidos em Carteira no Brasil, Total e Bolsa de Valores**  
 US\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil – Balanço de Pagamentos

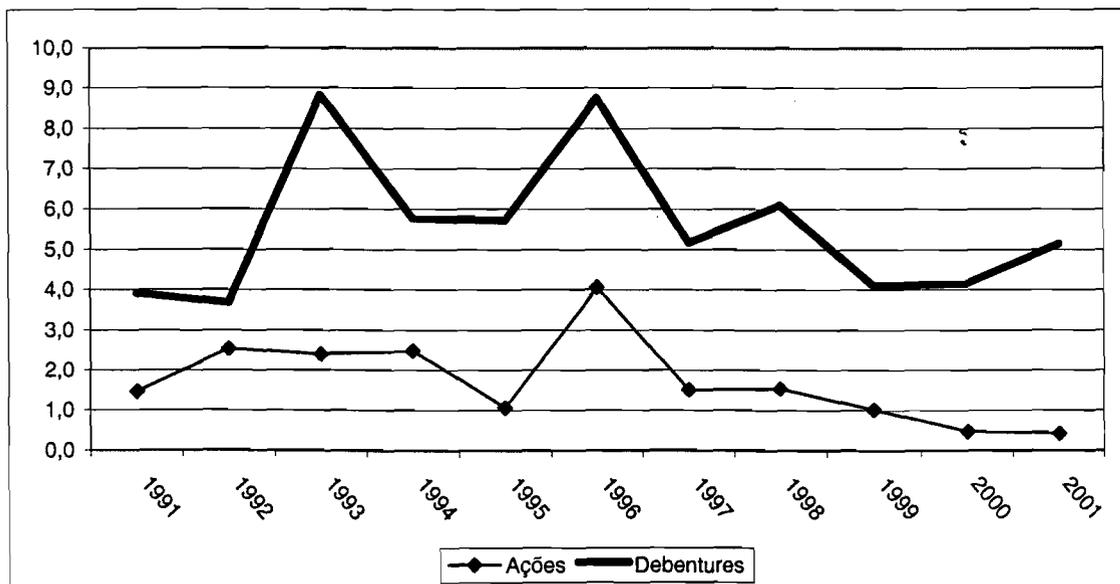
**Gráfico 4.7 – Número e Valor das Empresas Listadas na BOVESPA**  
 Volumes em R\$ milhões (valores constantes de dez/2002)



Fonte: Bovespa

**Gráfico 4.8 – Emissões Primárias de Ações e Debêntures sobre Formação Bruta de Capital Fixo (%)**

Volumes em R\$ milhões (valores constantes de dez/2002)



Fonte: BOVESPA e IBGE.

## **5. O COMPORTAMENTO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO PERÍODO 1994-2002 E A DISPONIBILIDADE DE RECURSOS PARA O INVESTIMENTO**

Ao longo do período 1994-2002, os fundos de investimento apresentaram uma trajetória de grande crescimento, vindo a se tornar mais importante do que o M1, a caderneta de poupança e os certificados de depósito interbancários. Como contrapartida, os fundos passaram a controlar parte expressiva dos ativos financeiros brasileiros.

Como foi visto, 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. As perspectivas para a dívida pública, por seu turno, indicavam uma mudança importante. Possivelmente, a dívida pública interna se expandiria de modo suave e em termos mais favoráveis para o governo, isto é, com juros baixos, sem indexação de longo prazo.

### **5.1. A composição da carteira**

Esse quadro, inteiramente novo para a indústria de fundos, imporia um desafio: a expansão da aquisição de papéis privados frente a um espaço relativamente menor para compra de dívida mobiliária interna. A evolução da economia, entretanto, caminhou em outra direção. A dívida pública se expandiu velozmente, enquanto o tamanho do mercado de papéis privados ficou estagnado.

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 pública podem ser observados 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.

Esse quadro tem como reflexo o avanço dos fundos de investimentos financeiros (FIFs), a partir de 1997, em detrimento dos fundos de ações ou fundos de títulos e valores mobiliários, indicando o aspecto dominante das aplicações de curto prazo, em especial, da dívida pública durante o período de elevada incerteza.

**Tabela 4.1 - Direcionamento da Carteira da Indústria de Fundos de Investimentos - participação percentual**

	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	100,0
dez/92	23,8	17,3	2,1	-	56,7	100,0
dez/93	30,7	46,8	1,6	11,2	9,6	100,0
dez/94	20,8	42,8	2,1	5,8	28,5	100,0
dez/95	29,0	26,0	15,7	6,1	23,1	100,0
dez/96	36,1	11,8	28,1	5,1	18,9	100,0
dez/97	37,3	12,1	23,4	12,7	14,5	100,0
dez/98	63,0	7,2	10,5	9,8	9,5	100,0
dez/99	70,0	5,6	8,8	10,4	5,3	100,0
dez/00	67,8	5,3	12,3	3,3	11,3	100,0
dez/01	62,5	7,5	12,7	4,4	13,0	100,0
dez/02	54,7	5,7	20,9	5,1	13,6	100,0

Notas: 1. Não há informações sobre o direcionamento da carteira dos fundos de ações, fundos de investimento de capital estrangeiro e fundos de renda fixa para os anos de 1991 e 1992; 2. Exclui informações sobre o direcionamento da carteira dos fundos extra-mercado; 3 - A coluna "demais aplicações" pode incluir ativos descritos nas demais colunas.

Fonte: Banco Central do Brasil

## 5.2. Fundos entre os investidores institucionais

No conjunto dos investidores institucionais, os fundos de investimentos desempenharam um papel expressivo como carregadores de dívida pública e de papéis privados, entre eles ações. Sua maior plasticidade em termos da composição das carteiras e maior flexibilidade quanto à liquidez das cotas os vêm colocando como opção para a manutenção dos saldos de transação e de poupança em um período marcado pela incerteza.

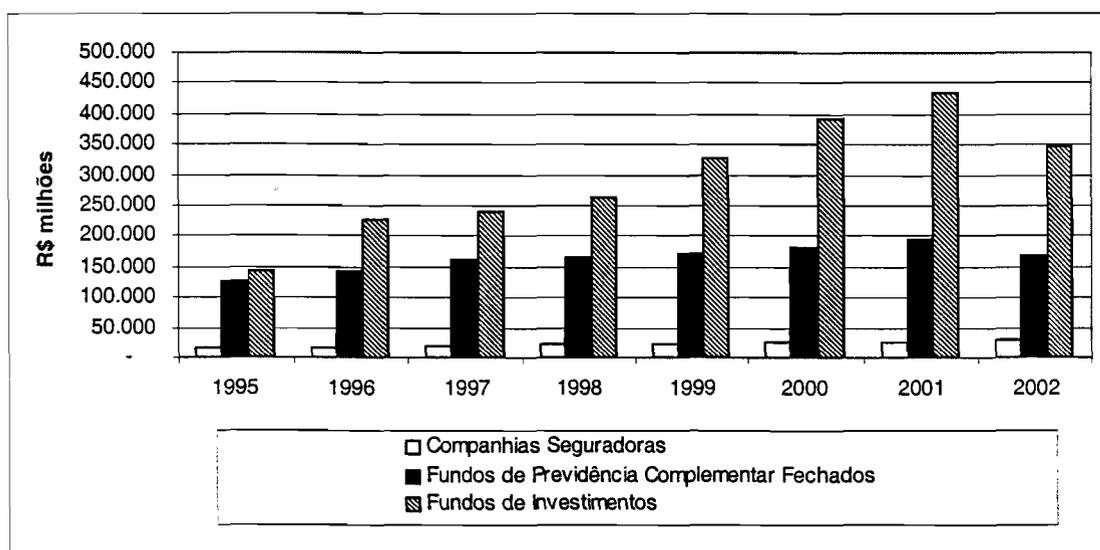
Considerando apenas as companhias de seguro, os fundos de pensão fechados de previdência complementar e os fundos de investimento, é notável o crescimento dos fundos de investimento.

A tendência de expansão dos fundos de investimento os colocou na dianteira entre os investidores institucionais, ultrapassando os fundos de previdência complementar fechados, desde a introdução do real.

O comportamento dos investidores institucionais no que se refere à manutenção de ações em seus portfólios respondeu à instabilidade. Os fundos de investimento aumentaram suas compras de ações a partir da estabilização para explorar o aumento na rentabilidade

corrente do investimento em ações, o que é especialmente visível entre os anos de 1996 e 1997. A partir do ano 2000, com as perspectivas de baixo crescimento econômico delineadas pelas crises internacionais e brasileira, os fundos de investimento praticamente abandonaram o mercado de ações, depois de terem apresentado uma tendência de se colocar ao lado dos fundos de previdência como os maiores investidores em bolsas. Sua escolha recaiu sobre debêntures e demais títulos cujo rendimento fosse correlacionado com as taxas de juros e estivessem protegidos da desvalorização cambial.

**Gráfico 4.9 – Evolução da Carteira dos Investidores Institucionais no período 1995 – 2002**  
 Valores Constantes (Dezembro de 2002)  
 Deflator: IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil, ABRAPP e SUSEP

Quanto à dívida pública, seu crescimento no período e sua excelente rentabilidade atraiu os fundos de investimento. Esses, com a aquisição de títulos do governo puderam, simultaneamente, garantir bom desempenho e liquidez. O gráfico abaixo mostra a participação dos fundos de investimento frente aos demais investidores internacionais no mercado de dívida pública.

O gráfico não deixa dúvidas quanto ao fato dos fundos de investimento serem os principais credores do setor público entre os investidores institucionais. Evidentemente, as Companhias Seguradoras e os Fundos de Previdência Complementar Fechados, por deterem cotas de fundos de investimento, têm participação maior do que sugere o gráfico.

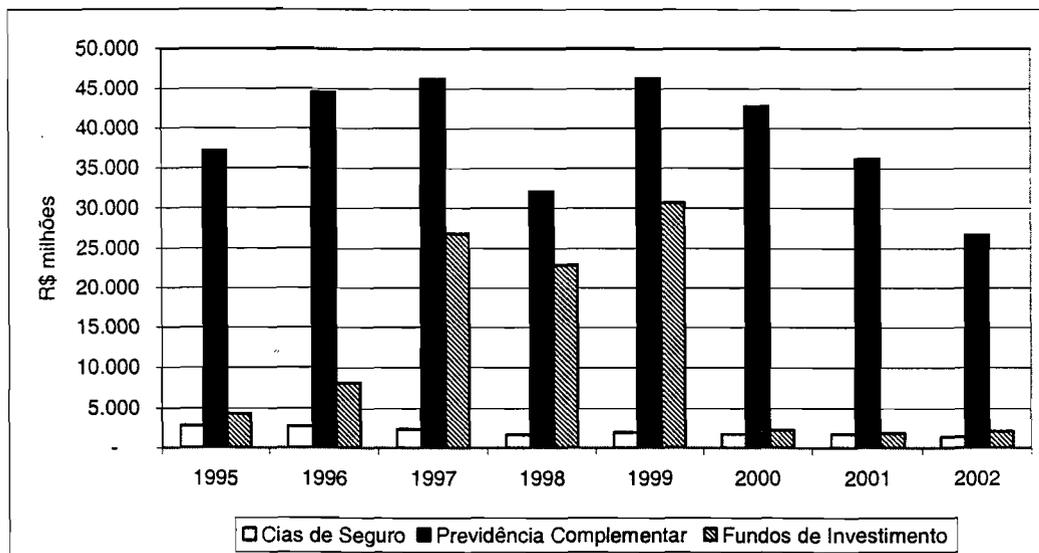
Os dados apontam para a crescente participação dos fundos de investimento no mercado de títulos públicos. Ao longo dos anos 90, a participação dos fundos foi ascendente, ao mesmo tempo em que a dívida se expandiu. O crescimento da participação dos fundos no bolo da dívida foi interrompido pela introdução da marcação à mercado, em 2002. A

imposição dessa regra, prevista pela legislação desde 1995, em meio a uma conjuntura de instabilidade e de elevação nas taxas de juros, produziu grande fuga de aplicadores.

#### Gráfico 4.10 - Evolução das Aplicações em Ações dos Investidores Institucionais no Período 1995 - 2002

Valores Constantes (Dezembro de 2002)

Deflator: IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil, SUSEP e ABRAPP

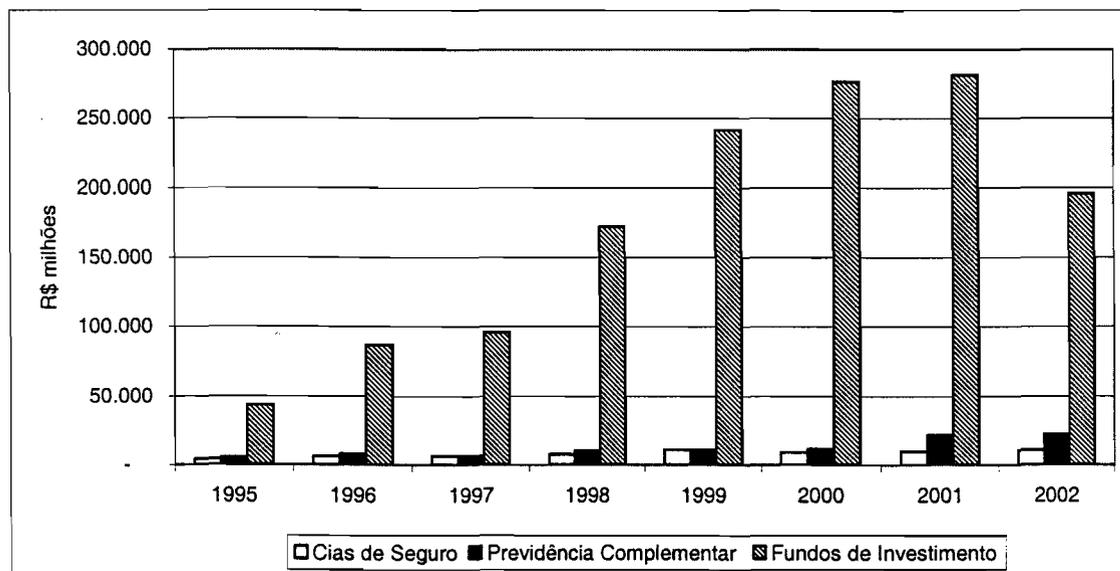
De fato, a partir da introdução da marcação a mercado, que substituiu o método do ajuste do valor dos títulos pela curva, os choques sobre os juros se materializaram imediatamente, mesmo na ausência de operações. Ainda que a marcação a mercado promova a equidade nos mercados e limite a ação dos oportunistas, ela produziu a dissolução do sentimento de que a aplicação em títulos através de fundos fosse livre de riscos de mercado. Em virtude do aumento da volatilidade das carteiras e do risco percebido pelos poupadores, deu-se início a uma realocação de recursos dos poupadores para outros ativos financeiros, tais como a caderneta de poupança e os CDBs. É importante ressaltar que os papéis que fossem ser mantidos até o vencimento nas carteiras dos fundos ficariam livres da marcação a mercado, podendo ser contabilizados pela curva do papel. No entanto, os gestores de fundos não poderiam recorrer, com segurança, a tais artifícios, uma vez que o risco de saques imediatos estava determinado pela natureza extremamente líquida dos fundos.

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. A introdução da marcação a mercado, por outro lado, revelou a natureza ambígua dos fundos. De um lado, os fundos poderiam atuar como um canal por onde os recursos dos poupadores poderiam ser encaminhados para garantir, por meio de administração profissional, retornos mais elevados a longo prazo. Por outro lado, o arcabouço institucional brasileiro que visa garantir liquidez aos títulos públicos e a endogeneidade da dívida pública acabaram incentivando o crescimento de

fundos de investimento em que os saldos monetários de curto prazo são aplicados com liquidez e rentabilidade elevada, dominando outros tipos de aplicação.

**Gráfico 4.11 - Evolução das Aplicações em Títulos Públicos dos Investidores Institucionais no Período 1995 – 2002**

Valores Constantes (Dezembro de 2002)  
Deflator: IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil, SUSEP, ABRAPP

**5.3. Fundos de Investimento e o Controle Monetário**

A função ambígua dos fundos de investimento é tornada evidente desde a reforma de 1984 que criou os fundos de renda fixa. Desde então, estabeleceu-se uma contradição na regulação dos fundos de investimento, associada à necessidade de colocação de dívida pública em meio à alta-inflação: de um lado, o desenvolvimento da indústria de fundos poderia criar espaço para a colocação da dívida pública (e também papéis privados) em prazo mais longo; de outro, a alta-inflação e a política de gestão da dívida pública induziram a maior preferência pela liquidez e o aparecimento de fundos voltados para o curto prazo.

Um dos recursos empregados para colocar dívida pública no Brasil junto ao mercado foi a atribuição de cláusulas de correção monetária aos títulos e a criação de mecanismos que lhes conferisse liquidez. Esses mecanismos envolvem a regulamentação de fundos de investimento de renda fixa e, posteriormente, os fundos de curto prazo. A liberdade para a operação desses fundos em um contexto de crescente demanda pública por ativos de curto prazo, protegidos da inflação, induziu a indústria de fundos a focar a administração de ativos líquidos, deixando para segundo plano os ativos de longo prazo.

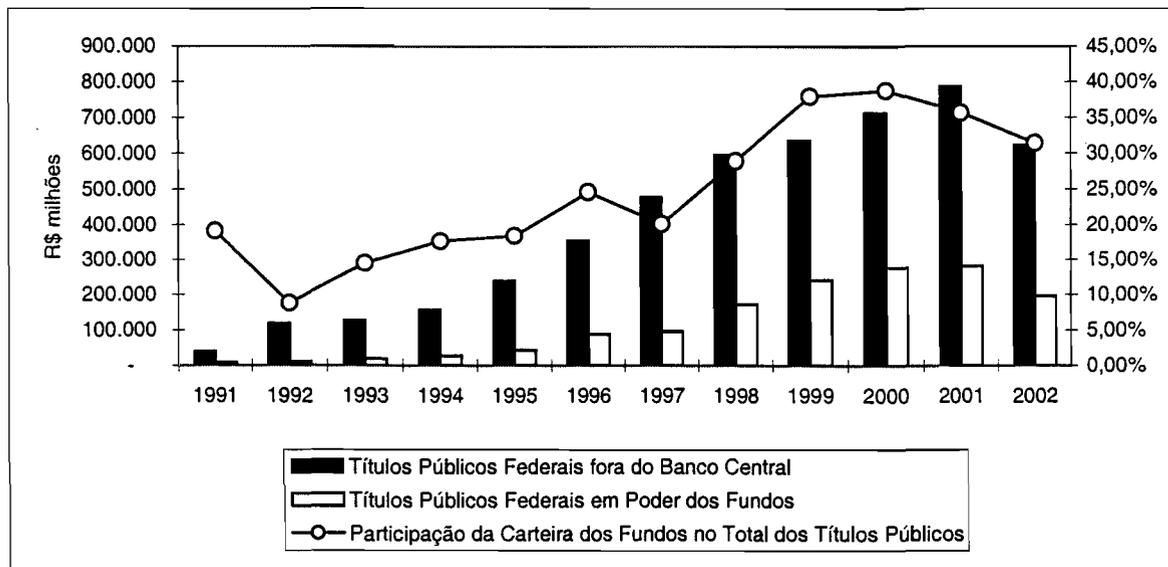
Os fundos de investimento com ativos monetários, de curto prazo e/ou indexados, foram funcionais como canais para a colocação da dívida. Não obstante, ao invés de

propiciarem *funding* de longo prazo para a dívida pública, tornaram-se parte do arcabouço da moeda indexada.

#### Gráfico 4.12 – Dívida Pública Federal Fora do Banco Central e em Poder dos Fundos de Investimento

Em R\$ milhões constantes de dez/2002

Deflator: IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil

A idéia de *funding* da dívida pública significa a ampliação dos prazos de maturação da dívida pública de modo que se tornasse mais fácil para o estado cumprir com compromissos financeiros diferidos no tempo sem que houvesse o risco latente de uma emissão de grandes proporções (em comparação com a base monetária existente) ou, alternativamente, do risco de renegociação em condições desfavoráveis para o governo. Essa seria uma condição fundamental para que o estado pudesse fazer não somente uma política monetária ativa como também uma política fiscal expansionista, sempre que necessário, sem fragilizar as finanças públicas e erodir a confiança na moeda.

Entretanto, a elevada liquidez dos fundos associada a juros nominais elevados contribuía para a endogeneidade do estoque de dívida e do estoque de moeda. Os fundos de investimento, ao invés de conterem a endogeneidade do estoque de moeda pelo *funding* mais favorável da dívida, incorporaram-se ao estoque de ativos monetários ou quase-monetários.

Por terem adquirido o status de quase-moeda, os fundos tornaram-se alvos das políticas de controle monetário, especialmente ao longo dos anos 90, quando houve tentativas de controlar o crescimento autônomo do estoque monetário. Pode-se identificar, por exemplo, o ano de março de 1990 como um marco nesse sentido. Nesse ano, uma fração significativa dos fundos de investimento teve sua maturidade estendida compulsoriamente.

O bloqueio de 1990 não desmontou os mecanismos de criação endógena de dívida pública e de moeda, representando apenas uma suspensão da liquidez dos ativos monetários e quase-monetários. Desse modo, a reforma de 1991 pode ser compreendida como um passo na direção do controle da institucionalidade da moeda indexada. Ela criava a cobrança de IOF regressivo e extinguiu as aplicações de overnight. Pretendia-se criar, com esses dois instrumentos, incentivos para o alongamento das aplicações e a escassez de oportunidades de aplicações diárias rentáveis e sem risco.

Essa medida, contudo, diante da gravidade do quadro macroeconômico, caracterizado pelo crescimento da inflação e da dívida pública, não surtiu efeito significativo. O problema se concentrava na dimensão reduzida da base monetária e do M1 frente aos estoques de quase-moeda.

Os efeitos da inflação e a expansão da quase-moeda lado a lado à contração da base monetária foram dois lados da mesma moeda. Com a elevada inflação, os agentes econômicos não-bancários evitavam manter M1, trocando-o por investimentos em cadernetas de poupança, CDBs e fundos, enquanto os bancos reduziam suas reservas ao mínimo, mantendo títulos públicos simultaneamente como ativos para investimento e reserva secundária. Em consequência, a dimensão da base monetária e do M1, frente aos demais agregados, em especial, aos fundos, era muito pequena.

Mesmo um pequeno aumento da demanda dos fundos de investimento por títulos, ou um pequeno aumento da demanda de monetização por parte de cotistas de fundos, poderia representar uma grande variação no montante de reservas. As duas situações deveriam ser evitadas<sup>59</sup> por conta do impacto provável sobre os juros e pelo efeito decorrente.

Um aumento na demanda de reservas, se elevasse os juros reais significativamente, implicaria em aumento real da dívida pública ao mesmo tempo que significaria perda de capital para os detentores de títulos. Esse fato poderia levá-los a liquidar títulos e fugir para ativos reais. Alternativamente, o risco de uma redução nos juros que pudesse tornar o rendimento dos títulos inferior às taxas de inflação poderia sinalizar para o público que as quase-moedas disponíveis não mais os protegiam da inflação, induzindo também uma corrida para ativos reais.

O regime de política monetária, adotado pelo Banco Central para lidar com esse problema, consistia em manter a taxa de juros estável e em um nível tal que: (a) reduzisse ao mínimo o custo da dívida; (b) não arremessasse a economia em uma recessão, mas não permitisse a expansão da demanda, mas principalmente que (c) estimulasse a manutenção dos saldos quase-monetários, impedindo a fuga para ativos reais.

Uma imposição desse regime de política monetária foi, então, a manutenção das necessidades de reservas do sistema bancário exatamente no nível que garantisse às taxas de juros estabelecidas. Sempre que o sistema bancário estivesse com necessidades líquidas de reservas (ou *oversold*), o Banco Central deveria doar reservas através de operações de *open*

---

<sup>59</sup> Garcia (1993) estima que o volume dessas operações, que ocorriam diariamente, equivalia a quase 2,5 vezes a base monetária.

*market* ou através da *zeragem automática*. A *zeragem automática* era um mecanismo por meio do qual o Banco Central, ao final do dia, adquiria os títulos em excesso nas carteiras dos bancos, fornecendo as reservas necessárias, ou vendia títulos para impedir que os bancos ficassem com reservas em caixa por uma noite.

O controle do Banco Central impunha que o sistema bancário ficasse sempre em posição *oversold*, isto é, com um excesso de títulos não colocados. Com isso, poderia descontar os títulos em poder dos bancos às taxas de juros predeterminadas, mantendo sua estabilidade em nível elevado.

A *zeragem automática* do excesso de títulos ou reservas, era considerada pelo Banco Central um artifício fundamental para a estabilidade das taxas de juros em condições de alta-inflação, tendo em vista a necessidade de impedir a fuga das aplicações em moeda nacional para ativos reais. Seu efeito colateral, entretanto, agravava a situação: De um lado, a prática bancária de procurar manter as reservas em níveis técnicos era reforçada enquanto os títulos públicos convertiam-se em reservas secundárias e ativos de investimento. De outro lado, conferia-se maior liquidez aos ativos que os bancos, direta ou indiretamente, vendiam ao público, aprofundando ainda mais o mecanismo da moeda indexada.

A expansão dos fundos de investimento, por sua vez, reforçava a necessidade da *zeragem*. Um dos exemplos mais conhecidos foi a criação dos FAFs, que eram obrigados a manter 20% de seus ativos em título públicos. Como o estoque de títulos fora do Banco Central era insuficiente para atender à demanda dos fundos, o enquadramento dos FAFs carregou grandes somas em reservas para o Banco Central em troca de títulos. A consequência foi um grande enxugamento da base monetária, deixando o mercado *oversold*, isto é, com mais títulos em carteira do que reservas para financiá-los. Coube à mesa de operações do Banco Central doar recursos para irrigar o sistema bancário, sob pena de grande elevação na taxa de juros. Esse processo continuava a ocorrer na medida em que os fundos de investimento tornavam-se mais atraentes, precisamente por sua grande liquidez e rentabilidade, e carregavam reservas para a aquisição de títulos. Com isso, a base monetária tornava-se reduzida, exigindo novas intervenções do Banco Central.

Em suma, durante a alta-inflação, a contração da base monetária e a expansão acelerada do montante de quase-moedas tornavam a *zeragem* um componente que permitia o convívio da inflação com a moeda nacional. Mesmo que ao custo do impulso do estoque de dívida e de quase-moeda e da potencial monetização.

A partir da introdução do real, com o bem sucedido controle da inflação, as duas causas da necessidade de *zeragem*, em tese, desapareceriam. De um lado, a demanda por monetização daí decorrente não necessariamente implicaria uma corrida para mercadorias e ativos reais. Ao contrário, seria esperada a expansão da base monetária apenas para atender aos motivos transacionais, anteriormente satisfeitos pela quase-moeda. De fato, a base monetária se expandiu na esteira do aumento da manutenção de saldos para transação e de reservas bancárias mais folgadas, modificando o cenário em que ocorria a *zeragem*.

De outro lado, com o fim da inflação e diante das perspectivas de alongamento das aplicações financeiras, seria admissível uma “natural” redução da liquidez dos fundos de investimento. Seria razoável admitir que os saldos nos fundos de investimento e demais ativos financeiros de curto prazo, tais como a caderneta de poupança, estivessem sujeitos a menores oscilações.

É importante ressaltar que essas tendências jamais chegaram a constituir um cenário ideal. Desde o início do Plano Real, as taxas de juros básicas foram elevadas, tornando cara a manutenção de reservas, estimulando os bancos a mantê-las próximas ao mínimo. A redução gradual dos juros em 1994, por sua vez, foi acompanhada pelo aumento nos depósitos compulsórios incidente sobre os ativos tradicionais e a sua extensão para outros haveres financeiros, incentivando ainda mais a redução de reservas voluntárias.

A partir da crise mexicana, as crenças na elasticidade quase perfeita da oferta de divisas do mercado financeiro internacional perderam vigor. A possibilidade de perda de reservas por efeito do crescimento das importações, ataques especulativos e fugas de capitais tornou-se mais evidente, o que exigiu do governo a elevação dos juros básicos, interrompendo a tendência de queda.

A elevação dos juros, em março de 1995, mostrou que a primeira defesa da política de estabilização era a prontidão da política monetária em elevar os juros sempre que houvesse sinais de perda de reservas. Entre os efeitos colaterais da política de juros no Brasil, vale registrar que a taxa de juros elevada conferiu autonomia à expansão da dívida pública, recolocando em pauta o problema da endogeneidade da dívida. O problema se tornou mais grave na medida em que a esperada ampliação de prazos e desindexação foram ameaçadas.

A condução diária da política monetária, nessas circunstâncias, continuou a exigir intervenções permanentes do banco central para evitar que a taxa de juros caísse. Contudo, ainda que o temor de monetização do estoque de quase-moeda existente fosse menos importante do que no passado, adicionava-se a preocupação com a manutenção de custos elevados dos ataques especulativos contra a moeda nacional. Além disso, a contenção da demanda apresentava-se como um objetivo fundamental.

De outro lado, seria fundamental impedir que a taxa subisse além do necessário, desestimulando a atividade econômica e encarecendo o custo da dívida pública. Isso significou que o mecanismo da zeragem, mesmo em contexto de estabilidade de preços, continuaria tendo função.

De fato, o Banco Central do Brasil adotou a estratégia de manter o mercado na posição *oversold* em momentos de crise, isso é, com títulos públicos em excesso frente às reservas. As instituições financeiras aceitavam esses títulos em excesso, exatamente pelo fato de, ao final do dia, haver a garantia de intervenções do Banco Central, que, desta feita, poderia estabelecer as taxas de juros diárias através de operações compromissadas.

Entre os episódios destacados pela imprensa, encontra-se a exigência de depósitos compulsórios sobre os fundos de investimento a partir da reforma da indústria, em 1995. A criação dos FIFs e a imposição de depósitos compulsórios sobre os fundos contribuiu para

colocar o sistema financeiro em posição *oversold*. A maior escassez de reservas decorrente da imposição de depósitos compulsórios sobre os fundos, mesmo diante do relaxamento gradual dos compulsórios sobre os demais haveres, vai coincidir com o crescente empocamento de liquidez no mercado interbancário. Os problemas com bancos em dificuldades financeiras induziram o represamento de reservas entre os grandes bancos, deixando o restante do mercado em posição *oversold*.

Além disso, ao final de 1995, a escassez de entrada de divisas e o crescimento da dívida, havia pressão sobre o mercado de câmbio.

Coube ao Banco Central operar no mercado conferindo liquidez aos títulos públicos em excesso nas carteiras. Esse procedimento permitia ao BACEN formar as taxas de juros nos níveis desejados, contornando a pressão sobre o mercado de câmbio e sobre a demanda. O efeito colateral era o próprio crescimento da dívida, que re-aquecia a demanda por divisas.

Desse modo, durante o ano de 1995, à escassez de entrada de dólares, ao aumento da dívida pública por razões eminentemente financeiras, e à imposição de compulsórios, se somaram, a elevada inadimplência dos clientes e o empocamento de liquidez entre os maiores bancos. Todos esses fatores contribuíram para tornar a oferta de títulos excessiva, problema que foi resolvido pelo Banco Central por meio do uso da zeragem automática para equilibrar as taxas de juros. Segundo Oliveira (Folha-de-São Paulo, 18/06/1995), estimativas no mercado financeiro apontavam para um movimento equivalente à R\$ 17 bilhões as operações de zeragem realizadas pelo Banco Central, por meio das quais o Banco Central comprava o excesso dos títulos dos bancos (vendidos com compromisso de recompra).

A prática das intervenções diárias no mercado faria, então, parte do cotidiano do Banco Central para controlar a liquidez até julho de 1996. A partir daí, o governo elegeu o redesconto e a assistência financeira pela liquidez como método de intervenção no mercado. A taxa de juros oscilava dentro de um corredor fixado pela TBC (limite inferior) e pela TBAN (limite superior). Admitir-se-ia maior oscilação nas taxas de juros, ao contrário da sistemática anterior, de acordo com a demanda e oferta de reservas no mercado. As intervenções do Banco Central passaram a escassear, em decorrência da nova política.

No início de 1999, a taxa Selic voltou a balizar o mercado, exigindo intervenções mais regulares, do Banco Central, para manter a taxa estabilizada. No ano de 2002, com a introdução da marcação à mercado, as operações compromissadas dos fundos aumentaram, compensando a queda dos títulos públicos em carteira. Esse movimento possivelmente expressou as perdas decorrentes dos aumentos da taxa SELIC, especialmente no caso dos títulos com taxa de juros pré-fixadas. A liquidação desses papéis em troca de operações compromissadas atendia simultaneamente a duas metas. A primeira, estabilizar o valor das carteiras. A segunda, garantir recursos líquidos para atender às ordens de retiradas.

Durante esse ano, o Banco Central teve grande dificuldade de colocar seus títulos. Além da marcação à mercado, a demanda por dólares por parte das instituições financeiras, a demanda de reservas por efeito da introdução do sistema de pagamentos em tempo real, aliada às incertezas decorrentes do agravamento do conflito no Golfo Pérsico e a tensão pré-eleitoral

criaram um ambiente pouco favorável para a colocação de papéis, tendo em vista a grande demanda de reservas. O mercado colocou-se em posição *oversold* e, a despeito dos aumentos nas taxas de juros básicas, o governo foi obrigado a expandir a base monetária, exigindo, por parte do Banco Central, uma atuação de curtíssimo prazo para injetar recursos no sistema, por meio de operações compromissadas.

## 6. CONCLUSÕES

Nos anos 90, a indústria de fundos de investimento brasileiro experimentou um crescimento bastante expressivo. Na primeira metade da década, os fundos de investimento se constituíram em um dos canais de acesso à moeda indexada para o público. A habilidade dos bancos em ofertar fundos combinados com mecanismos de saque/depósito automáticos e/ou as facilidades operacionais deram um impulso à indústria, constituída sobre o ambiente institucional da moeda-indexada.

A contribuição dos fundos de investimento na criação do estoque de moeda endógena, durante o período de alta inflação revelou, em primeiro lugar, a habilidade dos administradores de fundos, em especial, os grandes bancos múltiplos, em gerar produtos financeiros que atendiam aos interesses do público. Durante o período de alta inflação, a demanda por ativos líquidos e protegidos da corrosão inflacionária foi prontamente atendida, e os grandes administradores foram compensados com as comissões e com a obtenção de economias de rendas.

O desenvolvimento da moeda indexada, por sua vez, manteve o público junto às instituições financeiras domésticas, operando com ativos financeiros denominados em moeda nacional. Esse ambiente permitiu que o sistema financeiro local se desenvolvesse e suas instituições se fortalecessem, ao contrário do que ocorreu, por exemplo, com a Argentina, cujo sistema bancário foi incapaz de gerar substitutos à moeda nacional e foi enfraquecido pela dolarização durante a alta inflação<sup>60</sup>.

Se a moeda indexada deu sobrevida à moeda doméstica, por outro lado, introduziu um elemento retroalimentador para o processo inflacionário. Na medida em que parte a moeda indexada crescia com a inflação e os juros, a política monetária voltava-se para o soerguimento de uma barreira entre a quase-moeda e os ativos reais.

A partir de julho de 1994, com a introdução do real e o sucesso quase imediato do controle da inflação, os fundos de investimento passaram a lidar com um novo ambiente macroeconômico. As perspectivas favoráveis de controle da inflação, do controle das contas públicas e da dívida pública apontavam para a aceleração do ritmo de expansão da economia e do investimento. De outro lado, o fim da inflação indicava que as oportunidades de crescimento da indústria de fundos não mais estariam nas operações com dívida pública líquida. Sendo assim, desenhava-se um quadro favorável aos fundos de ações, dívidas corporativas e para a dívida-pública de longo prazo. Os fundos de investimento, naturalmente, abandonariam sua postura *hedge* em prol de uma postura especulativa.

---

<sup>60</sup> Ver, a esse respeito, Kiegel (2001).

Não obstante, esse quadro rapidamente se dissolveu ou, pelo menos, foi abalado. A crise mexicana revelou que o sistema financeiro internacional poderia interromper o fluxo abundante de financiamento. Revelou, também, que, na ausência de controles eficientes ao afluxo de capitais, as taxas de juros seriam empregadas para conter fugas de divisas ou ataques especulativos contra a moeda nacional. As taxas de juros elevadas assim como a necessidade de colocar dívida pública para enxugar o excesso de liquidez, por sua vez, deu ritmo novo à dívida pública.

Em 1997, na crise da Ásia, a dívida pública já estava indexada ao dólar e aos juros, além de oferecerem um retorno bastante elevados. Essa situação se agravou com as crises russa, brasileira, turca e argentina, estimulando, ainda mais, o componente financeiro da dívida pública. Em contrapartida, o mercado de ações no Brasil testemunhou grande desinteresse, tanto dos investidores internos, por efeito das suas oscilações e das oportunidades com a dívida pública, como dos investidores externos, tendo em vista sua volatilidade, baixo ritmo de crescimento, e, especialmente, a instabilidade das taxas de câmbio.

Os fundos de investimento, como seria de se esperar, passaram a operar fundamentalmente com títulos de dívida pública, adotando uma postura predominantemente *hedge*. O resultado desse quadro é que os fundos de investimento ganharam posição entre os maiores detentores da dívida pública. Os fundos de ações, por sua vez, apresentaram-se como péssimas alternativas de investimento e perderam espaço na indústria.

Nem mesmo as medidas destinadas ao fortalecimento dos fundos de investimento e dos mercados de ações, como as várias medidas da CVM visando o reforço da governança corporativa das empresas (Lei das SAs, o estabelecimento do Novo Mercado), ou as medidas voltadas para reduzir os conflitos de interesse, tais como a introdução da segregação de atividades, e as medidas voltadas para permitir aos fundos a maior liberdade de diversificação, foram capazes de atrair investidores para as bolsas e para os fundos de ações. Ao contrário, o ambiente de grande liberdade associado à instabilidade macroeconômica, não atraiu cotistas para os fundos de ações e estes, por sua vez, também se tornaram grandes compradores de títulos públicos federais.

É preciso ressaltar, contudo, que os fundos de investimento continuaram a desempenhar um papel importante no carregamento do estoque de ações das corporações listadas em bolsa, perdendo espaço, entretanto, para os grandes fundos de pensão, do mesmo modo que continuam a desempenhar uma função importante no que se refere ao carregamento da dívida pública.

Esse avanço dos fundos de investimento coloca duas questões de natureza macroeconômica. A primeira, referente a "recriação" da moeda endógena. A segunda, o desenvolvimento de instrumentos de financiamento de longo prazo. Os desafios de política seriam, precisamente, como estimular os fundos de investimento em direção à aquisição de títulos de longo prazo, facilitando o financiamento de longo prazo e, simultaneamente, limitar as possibilidades de que a liquidez dos fundos de investimento represente uma ameaça à estabilidade financeira.

Visivelmente, a tendência da regulação brasileira é reforçar os mecanismos de mercado através da implantação e melhoria das regras de governança corporativas nos mercados de capitais e nos fundos de investimento. Em tese, essas medidas poderiam reduzir as incertezas dos investidores com relação às cotas de fundos e com relação às ações e dívidas de empresas. Na medida em que as boas práticas fossem sendo disseminadas, os investimentos em fundos de ações e em fundos que adquirissem dívidas corporativas se apresentariam como menos arriscados e ocupariam porções maiores dos portfólios.

Evidentemente, essas medidas, apenas, podem não ser suficientes, se o carregamento de dívida pública não implicar risco e permitir a obtenção de ganhos reais significativos para os investidores. Desde a década de 1990, o controle da dívida pública vem sendo perseguido pelos governos por meio do controle de gastos primários, com a privatização e aumento da arrecadação de impostos. Não obstante, o componente financeiro tem dado o tom do crescimento da dívida. Esse parece ser um problema que precisará ser encarado e resolvido com outros instrumentos para que o mercado de capitais possa se desenvolver na direção do desenvolvimento de instrumentos de financiamento de longo prazo.

Não obstante os comentários anteriores, a limitação da liberdade dos fundos de investimentos quanto ao carregamento de dívida pública pode ser um instrumento para auxiliar o alongamento da própria dívida. Atualmente, por exemplo, os fundos de investimentos financeiros podem aplicar até 100% do seu patrimônio líquido em operações compromissadas em títulos públicos federais. Se esse limite fosse rebaixado, poderia haver espaço para a colocação de papéis de mais longo prazo junto aos fundos, dentre eles, a dívida pública.

No tocante à liquidez dos fundos, as experiências brasileiras destoam, por exemplo, dos Estados Unidos, onde a liquidez das cotas é diária. No Brasil, já foram utilizados dispositivos como a carência cíclica e, atualmente, emprega-se a cobrança de IOF regressivo para estimular a aplicação em cotas de fundos por períodos mais longos. É possível que fundos com cotas com maturidade menos líquidas possam interessar a investidores de mais longo prazo, tais como os fundos de pensão e companhias seguradoras, ou até mesmo pessoas físicas que vejam nos fundos uma oportunidade para canalizar sua poupança de longo prazo.

É possível, contudo, que tais medidas não surtam os efeitos desejados se forem tomadas isoladamente, ainda que os fundos de investimento representem uma parcela não desprezível dos mercados financeiros. A instabilidade das taxas de juros, o baixo crescimento da economia e os juros elevados representam um obstáculo ao desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo pelas incertezas que introduzem e pelo incentivo à liquidez que representam.

**Quadro 4.1 – Alíquotas de Recolhimento Compulsórios (%)**

Período		Recursos à Vista	Depósitos a Prazo	Depósitos de Poupança	Operações de Crédito	FIF curto prazo	FIF 30 dias	FIF 60 dias
Alíquota do compulsório vigente antes da introdução do real		40		15				
1994	Jun	100	20	20				
	Ago	"	30	30				
	Out	"			15			
	Dez	90	27	"	"			
1995	Abr	"	30	"	"			
	Mai	"	"	"	12			
	Jun	"	"	"	10			
	Jul	83	"	"	"	35	10	5
	Ago	"	20	15	8	40	5	0
	Set	"	"	"	5	"	"	"
	Nov	"	"	"	0	"	"	"
1996	Ago	82	"	"	"	42	"	"
	Set	81	"	"	"	44	"	"
	Out	80	"	"	"	46	"	"
	Nov	79	"	"	"	48	"	"
	Dez	78	"	"	"	50	"	"
1997	Jan	75	"	"	"	"	"	"
1999	Mar	"	30	"	"	"	"	"
	Mai	"	25	"	"	"	"	"
	Jul	"	20	"	"	"	"	"
	Ago	"	"	"	"	0	0	"
	Set	65	10	"	"	"	"	"
	Out	"	0	"	"	"	"	"
2000	Jun	45	"	"	"	"	"	"

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil, 1997 e Departamento de Operações Bancárias (DEBAN), Divisão de Reservas Bancárias (DIREB)

## CAPÍTULO V SUMÁRIO E PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Este documento teve como objetivos descrever a evolução da indústria de fundos de investimentos, no Brasil, desde a reforma financeira de 1964-1966 até os dias de hoje, avaliar a sua eficiência microeconômica e macroeconômica e discutir as perspectivas da indústria à luz da regulamentação e da macroeconomia domésticas.

### 1. EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA

A despeito de ter iniciado suas atividades ainda nos anos 50, pode-se dizer que a indústria de fundos de investimento somente vai ganhar consistência a partir da reforma do sistema financeiro, nos anos sessenta. 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. Os fundos de investimento eram parte integrante de um plano de fortalecimento do mercado de capitais privado nacional. O objetivo era desenvolver métodos de financiamento de longo prazo que não recorressem à expansão monetária e/ou ao endividamento externo. Adicionalmente, o fortalecimento do mercado de capitais oporia uma alternativa ao crédito bancário privado que, tendo em vista seus volumes e prazos reduzidos, fragilizava rapidamente as empresas, em períodos de boom, ou limitava os investimentos à sua capacidade de autofinanciamento.

Para fortalecer o mercado de capitais nacional, foram concedidos vários incentivos de natureza fiscal. Contudo, a grande inovação foi a constituição de fundos de investimento a partir da renúncia fiscal. Os fundos fiscais ou fundos 157, inicialmente, constituíram-se em um incentivo à aplicação de recursos, oriundos do desconto do imposto de renda a pagar, no mercado primário. Posteriormente, ampliaram suas funções no sentido de contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais. Os seus objetivos passaram a ser, simultaneamente: (a) capitalizar as empresas através do mercado primário; (b) fortalecer os negócios no mercado secundário, tornando mais líquidos os investimentos em bolsa; e (c) aproximar o poupador dos negócios com ações, contribuindo para superar o desconhecimento do público sobre o funcionamento do mercado de capitais.

Enquanto as bolsas brasileiras apresentaram bons resultados, estimuladas fortemente pelos próprios incentivos às aplicações - inclusive a criação dos fundos 157 -, pelo crescimento econômico e pelo controle da inflação, os fundos mútuos livres cresceram aceleradamente, atraindo poupadores que buscavam a participação nos lucros das bolsas. Contudo, depois da crise de 1971, os movimentos voluntários em direção às bolsas declinaram, afetando, naturalmente, os fundos. O impacto negativo sobre os fundos fica patente ao se observar a redução de sua importância no espectro dos investidores institucionais. Na verdade, os fundos mútuos livres passaram a condição de desinvestidores líquidos durante o restante dos anos 70. A partir desse momento, apenas os fundos 157 continuaram a investir em ações e desempenharam uma função importante. Os fundos 157 asseguraram um fluxo positivo de dinheiro para as bolsas e carregaram parte do estoque de

ações, mitigando os efeitos da crise das bolsas e da instabilidade da economia sobre a desvalorização de ativos.

Durante o restante da década de setenta, não houve condições macroeconômicas favoráveis para a valorização das ações. Tanto os desequilíbrios da economia internacional a partir de 1974 – especialmente o crescimento da inflação - cujo marco é a crise do petróleo, bem como a resposta de política econômica no período do II PND, tipificada por expansão fiscal e arrocho monetário, incentivaram crescentemente a demanda por títulos de renda fixa indexados ou de curtíssimo prazo.

As aplicações em ações ainda se viam fortemente ressentidas com crise especulativa de 1971 e atingidas pela instabilidade macroeconômica. Tornaram-se, por isso, menos interessantes para público. Nem mesmo a criação da CVM, com seus esforços no sentido de aumentar o grau de *disclosure* no mercado de capitais, foi capaz de reverter a imagem das bolsas, tornando-as mais atraentes para ressuscitar o interesse nas aplicações voluntárias em ações, inclusive por meio de fundos de investimento.

No início dos anos 80, os fundos mútuos ainda existentes, exploraram a alta das taxas nominais de juros para sobreviverem. Enquanto os juros tornavam as ações um ativo de rentabilidade real negativa, faziam das debêntures um negócio bastante atraente. Explorando os limites estabelecidos pela legislação, converteram o seu perfil de fundos de ações para se tornarem fundos de renda fixa, uma típica inovação financeira privada puxada pelo mercado. Os fundos trocaram suas aplicações em ações por aplicações em debêntures e ampliaram a fatia de títulos públicos em seu poder até o limite permitido pela Lei. Em 1984, os reguladores reconhecem a existência dos fundos de renda fixa, estabelecendo a segmentação da indústria em fundos de ações e fundos de renda-fixa, e ampliam a liberdade – e a obrigatoriedade - dos últimos em adquirirem títulos públicos federais. A partir de então, por iniciativa regulatória, a indústria de fundos passa a ter um ramo especializado na negociação da dívida pública, ao mesmo tempo em que a criação de moeda indexada recebe um reforço de peso.

Os anos oitenta testemunham o aprofundamento dos desequilíbrios macroeconômicos da década anterior. O segundo choque do petróleo, em 1979, e a crise da dívida, aberta pela moratória mexicana, em 1982, são os marcos iniciais de um período que se caracterizará pela escalada inflacionária, pela elevação dos juros, retração na atividade econômica e pela crise da dívida interna e externa.

Com exceção do episódio do plano Cruzado, em 1986, quando a estabilidade econômica induziu o movimento de recursos para as bolsas, os fundos de renda fixa e, a partir de 1987, os fundos de curto prazo, cresceram rapidamente. Quatro fatores, que se realimentavam reciprocamente, responderam pelo sucesso dos fundos: (a) o volume crescente de dívida pública de curto prazo e indexada; (b) as facilidades de negociação da dívida em um mercado especialmente desenhado para lhe dar liquidez; (c) a demanda pública por ativos líquidos protegidos da inflação; e (d) a *expertise* dos conglomerados financeiros em vender cotas de fundos através de contas remuneradas.

Ironicamente, os fundos, originariamente desenvolvidos para fortalecer o financiamento de longo prazo através de instituições privadas e para reduzir a pressão sobre o orçamento público, contribuindo para a estabilidade, se transformaram em ativos financeiros líquidos, voltados para o financiamento de curto prazo da dívida pública, alimentando-se da instabilidade. Alimentando-se e contribuindo com o seu aprofundamento ao consolidar a moeda indexada.

Devido a sua posição como ponta de lança do processo de endogenização da oferta de moeda, o segmento de fundos de investimento, vai receber atenção crescente da política econômica. O primeiro marco em termos de política econômica antiinflacionária voltada para a contenção da expansão dos ativos financeiros, em geral, e dos fundos, em particular, foi, sem dúvida, o seqüestro de ativos financeiros, em 03/1990. Por meio desse dispositivo, que deu notoriedade ao Plano Collor, alongou-se compulsoriamente parte dos recursos fundos de investimento, assim como os demais ativos financeiros, que se tornaram indisponíveis para saque.

O segundo marco se localiza em 01/1991, quando ocorre a primeira reforma da indústria de fundos. O espírito foi recuperar o importante papel da indústria para a colocação, pública e privada, de ativos de longo prazo, e é, ao mesmo tempo, 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, 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 segunda reforma, em 1995, pode ser colocada em linha com a primeira reforma, no que se refere, ainda, à tentativa de alongamento dos fundos de investimento. A diferença reside, precisamente, no fato da inflação brasileira registrar níveis bastante baixos, próximos aos obtidos pelos países com economias tradicionalmente estáveis. Desse modo, ainda que a política de estabilização provocasse, como efeito colateral, a expansão acelerada da dívida pública, e fosse clara a necessidade de alongá-la, as possibilidades de alongamento em uma economia estabilizada seria, em tese, maiores. O fator responsável por isso seria, precisamente, a redução da inflação, que expandiria o horizonte de cálculo e diminuiria risco dos ativos financeiros de longo prazo.

## 2. EFICIÊNCIA MICRO E MACROECONÔMICA

Em mercados eficientes, os preços dos ativos financeiros revelariam toda a informação disponível acerca desse ativo. Essa hipótese tem implicações microeconômicas e microeconômicas. Do ponto de vista microeconômico, em mercados eficientes, não há oportunidades de arbitragem, precisamente porque sempre que surgem, são esgotadas pela ação da concorrência entre os operadores. Desse modo, não haveria razão teórica para que estratégias ativas de gestão de fundos superassem estratégias passivas. Ao contrário, as estratégias de gestão ativas poderiam se mostrar anti-econômicas, na medida em que envolveriam gastos adicionais para serem implementadas, sem que houvesse recompensa.

O movimento da indústria de fundos na direção das operações com títulos públicos pode ser utilizado argumentar a favor da eficiência da indústria de fundos. Esse resultado pode ser explicado pela crescente incerteza quanto ao futuro da economia brasileira. 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, que reagiu na forma do aumento da volatilidade e queda do retorno médio.

Contudo, seria interessante verificar em que medida o crescimento das aplicações em fundos de renda fixa poderia ser explicado por efeito de uma inequívoca superioridade desse tipo de aplicação, em termos de desempenho, frente a outras formas de aplicação financeira mais populares, como os depósitos a prazo e cadernetas de poupança. Os testes de desempenho dos fundos de investimento não permitem dizer que os fundos consigam superar os rendimentos, uma vez ajustados aos riscos, das aplicações em CDIs.

Alguns fatores podem explicar, entretanto, o avanço dos fundos de investimento nessas condições. A isenção dos fundos de investimento quanto à incidência da CPMF no momento da renovação dos investimentos em depósitos a prazo dava vantagem aos cotistas frente aos compradores de CDBs, especialmente se a manutenção das aplicações fosse por tempo mais dilatado. A maior liquidez dos fundos de investimentos, quando comparados aos certificados de depósitos, permite que os cotistas de fundos, especialmente a partir do trigésimo dia de aplicação, obter rendimentos idênticos em aplicações tão líquidas quanto depósitos à vista. Por último, os bancos cobram um *spread* nas taxas dos CDBs que negociam com o público, rebaixando os ganhos desses papéis, especialmente para clientes de pequeno porte.

Já quanto às cadernetas de poupança, a maior parte dos fundos de investimento em títulos financeiros as supera em termos de desempenho. Esse resultado não deveria ser surpreendente, uma vez que o rendimento mensal das cadernetas é resultado da soma de juros de 0,5% mas a TR, que, estruturalmente, trata-se de uma média dos juros de CDB's, descontada de um valor que se modifica com o tempo. Como a TR é utilizada para corrigir outros contratos, como o financiamento habitacional, fica sujeita a diversos condicionantes e, muitas vezes, é determinada em um patamar muito baixo, que repele os investimentos nas cadernetas.

E evidência de que os fundos que negociaram títulos financeiros, especialmente os títulos públicos federais, durante o período considerado, foi acompanhada de outra: o elevado grau de concentração por administrador. O ranking de administradores de fundos por “market share” praticamente replicou o ranking dos maiores bancos em operação no Brasil. Entretanto, os dados indicam que o sucesso dos grandes bancos como administradores de fundos não é respaldado pelo desempenho superior frente aos demais concorrentes de menor porte.

Esse fato pode denunciar imperfeições de mercado, como efeito da ignorância do público sobre os fundos de ações, dos custos de busca e dos custos de mudança. Esses limitariam o efeito do desempenho na concorrência entre os fundos.

A ignorância do público quanto ao funcionamento dos fundos, por exemplo, quanto ao fato de não serem garantidos pela solidez da instituição administradora, poderia induzir o direcionamento de seus recursos para investimentos em grandes bancos, supondo que isso lhe conferiria garantias. É possível que esse efeito seja ainda reforçado pela percepção de que grandes bancos são naturalmente protegidos pelo Banco Central<sup>61</sup>, o que produziria a crença de que os fundos de investimento destes administradores seriam mais seguros.

Os custos de busca e os custos de mudança podem, perfeitamente, desempenhar um papel e gerar vantagens para os grandes bancos. Os custos de busca seriam associados à precisa identificação dos fundos que estiverem oferecendo maiores perspectivas de rendimentos futuros. Inclui o esforço de pesquisa, elaboração de análises e comparação de alternativas. Tais custos, em ambiente de incerteza, crescem expressivamente, dificultando prognósticos de mais longo prazo.

Além do custo de busca, os fundos concorrentes, com desempenho superior, devem superar não só o desempenho dos fundos dos grandes bancos, mas também os custos de mudança. Os custos de mudança envolvem um balanço de perdas e ganhos com a transferência de novos recursos e dos estoques existentes entre administradores concorrentes – já descontados os custos de busca. As vantagens que os grandes bancos oferecem aos clientes quando estes consomem maiores quantidades e variedade de produtos de sua linha, se manifestam na conveniência operacional da concentração de suas aplicações em uma instituição e na possibilidade de ter direito às promoções dos bancos, como desconto em tarifas e abertura de linhas especiais de crédito. Além disso, o efeito da maior capilaridade das redes de agências, em especial, no caso dos grandes bancos de varejo, possivelmente cria ganhos em termos de conveniência para os clientes, reforçando os custos de mudança. Sendo assim, os custos de busca e os custos de mudança poderiam ser responsáveis por certo isolamento, para os grandes administradores, da concorrência, enfraquecendo o poder do desempenho como atrativo. Esse fator, então, garantiria aos grandes bancos poder de mercado sobre os seus clientes.

A suposição de eficiência de mercados implica que todos os recursos poupados sejam empregados nos projetos mais rentáveis e socialmente mais desejados. Então, além da melhor

---

<sup>61</sup> “To big to fail” é a expressão comumente empregada para designar essa percepção das regras de intervenção do Banco Central.

alocação de recursos, a hipótese da eficiência de mercados está associada a utilização plena de todos os recursos.

No entanto, ao se introduzir a idéia de assimetrias de informação e a noção de incerteza, a hipótese de eficiência de mercados fica submetida à segurança com a qual os agentes podem contar com dados e previsões que considerem suficientes para selecionar projetos. É admissível, sob incerteza, que os agentes econômicos prefiram ativos com prazos mais curtos, mais líquidos, que lhes garante flexibilidade para decidir como investir seus recursos de modo mais adequado.

Quando as posturas mais defensivas são adotadas por instituições financeiras, os volumes de financiamento para o investimento se tornam insuficientes para que a economia atinja o pleno emprego, além do que as condições de financiamento se tornam menos adequadas aos fluxos de caixa. Nessas condições, ainda que os empresários antevejam possibilidades de investimento, as condições de financiamento limitam as possibilidades.

Os fundos de investimento, no Brasil, já são parte importante do sistema de financiamento doméstico, ainda que, formalmente, não sejam considerados intermediários. Os fundos já são responsáveis pelo carregamento de parte significativa de dívida pública, títulos privados e ações. 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 têm empurrado crescentemente os fundos na direção da dívida pública.

As incertezas pelas quais a economia brasileira vem atravessando estão associadas às elevadas 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 carregamento de ações e debêntures.

A despeito do reconhecimento de que a indústria de fundos de investimento no Brasil é um sucesso em termos de sua dimensão, atraindo grande interesse do público, não há indícios de que sua funcionalidade para o desenvolvimento tenha atingido seu potencial. O ideal é que a expansão da indústria de fundos fosse um sinônimo do aumento de canais para a colocação da dívida pública, facilitando a melhoria de seu perfil, assim como da colocação de ações e papéis de empresas a um custo financeiro mais competitivo e de prazos compatíveis com os projetos a serem financiados. Durante o período estudado, os fundos de investimento apenas marginalmente se interessam pelo mercado de ações e, no tocante à dívida pública, a expansão da indústria não está associada ao alongamento da dívida e nem mesmo à sua desindexação.

### **3. REGULAÇÃO**

É possível que esse resultado se deva a problemas no campo regulatório. Contudo, não é razoável supor que não tenha havido avanços. As preocupações com o direito do investidor e

as medidas visando maior transparência na administração dos fundos de investimento vêm sendo tomadas. A introdução da marcação a mercado, a maior liberdade de diversificação, as exigências de divulgação de informações e a segregação de atividades, por exemplo, deveriam contribuir para a maior eficiência na indústria de fundos. E, ao que tudo indica, as práticas de boa governança corporativa tenderão a se difundir e aprofundar, tanto na gestão de empresas como na de fundos de investimento no Brasil. A aprovação da Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos, em 2002, e seus efeitos sobre as empresas brasileiras que pretendem operar nas bolsas americanas representam um reforço nesta direção.

Não obstante, os efeitos desse novo arcabouço regulatório não produziram o efeito desejado. Do ponto de vista microeconômico, o reconhecimento de que o desempenho dos fundos de investimento não tenha superado os benchmarks, pode ser visto como uma realização da hipótese da eficiência de mercado. De fato, segundo a HEM, não seria possível para os gestores de fundos superarem os seus benchmarks sem que incorressem em riscos adicionais. Entretanto, a evidência de que os cotistas se deixam influenciar por outros fatores que não o desempenho dos fundos para fazer seus investimentos exige que se aprofunde as investigações sobre a eficiência de mercado. É possível que os grandes bancos múltiplos se apropriem de ganhos que deveriam ser repassados aos cotistas, nessas circunstâncias.

Seja como for, se a hipótese de que há outras forças independente do desempenho dos fundos a determinar o atual padrão de concentração deve ser considerada, os cotistas podem estar perdendo renda para os administradores por efeito da estrutura de mercado. A defesa dos interesses dos investidores, nesse caso, deveria diminuir os efeitos externos à administração e gestão de fundos. E é possível que a atual legislação não seja suficiente para tanto. Seria importante, que a legislação sobre fundos não se limitasse às informações acerca da independência dos fundos de investimento das instituições administradoras e do esclarecimento acerca do fato de que os fundos de investimento não são garantidos pelas autoridades monetárias.

Uma sugestão é que o desenvolvimento de instrumentos que reduzissem os custos de busca para os cotistas, como, por exemplo, a imposição da obrigatoriedade de que grandes bancos negociassem fundos geridos por instituições menores, representasse um incentivo para a redução de custos e tarifas. Outro ponto importante poderia ser a segregação das tarifas bancárias das tarifas cobradas pelos administradores de fundos das demais tarifas cobradas pela instituição para outros serviços prestados e não exercessem influência quanto à classificação dos clientes no interior de uma instituição financeira. Esse tipo de medida contribuiria para reduzir o subsídio cruzado entre os diversos produtos e criaria estímulos para que os cotistas se engajassem na atividade de seleção de fundos de investimento.

Do ponto de vista macroeconômico, a ênfase na difusão e aprofundamento de padrões de boa governança podem não ser suficientes, se o carregamento de dívida pública não implicar risco e permitir a obtenção de ganhos reais significativos para os investidores. Desde a década de 1990, o controle da dívida pública vem sendo perseguido pelos governos por meio do controle de gastos primários, com a privatização e aumento da arrecadação de impostos. Não obstante, o componente financeiro tem dado o tom do crescimento da dívida. Esse parece ser um problema que precisará ser encarado e resolvido com outros instrumentos para que o

mercado de capitais possa se tornar mais atraente e se desenvolver na direção do desenvolvimento de instrumentos de financiamento de longo prazo.

Não obstante, a limitação da liberdade dos fundos de investimentos quanto ao carregamento de dívida pública pode ser um instrumento para auxiliar o alongamento da própria dívida. Atualmente, por exemplo, os fundos de investimentos financeiros podem aplicar até 100% do seu patrimônio líquido em operações compromissadas em títulos públicos federais. Se esse limite fosse rebaixado, poderia haver espaço para a colocação de papéis de mais longo prazo junto aos fundos, incluindo a dívida pública.

No tocante à liquidez dos fundos, as experiências brasileiras destoam, por exemplo, dos Estados Unidos, onde a liquidez das cotas é diária. No Brasil, já foram utilizados dispositivos como a carência cíclica e, atualmente, emprega-se a cobrança de IOF regressivo para estimular a aplicação em cotas de fundos por períodos mais longos. Essas políticas têm seu mérito e é possível que possam ser exploradas para estimular os fundos a aplicar em prazos mais longos. É possível que fundos com cotas com maturidade menos líquidas possam interessar a investidores de mais longo prazo, tais como os fundos de pensão e companhias seguradoras, ou até mesmo pessoas físicas que vejam nos fundos uma oportunidade para canalizar sua poupança de longo prazo.

É possível, que tais medidas não surtam os efeitos desejados se forem tomadas isoladamente, ainda que os fundos de investimento representem uma parcela não desprezível dos mercados financeiros. A instabilidade das taxas de juros, o baixo crescimento da economia e os juros elevados representam um obstáculo ao desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo pelas incertezas que introduzem e pelo incentivo à liquidez que representam. A recuperação da atividade econômica e a estabilidade dos juros a níveis mais baixos certamente contribuiria para o desenvolvimento de uma indústria de fundos mais funcional para o desenvolvimento. De todo modo, não se deve desprezar o papel que o arcabouço institucional desempenha ao induzir os movimentos dos fundos em direção ao curto prazo ou ao longo prazo, nem mesmo desconsiderar os efeitos que podem produzir para facilitar o crescimento da economia.

## BIBLIOGRAFIA

- ADACHI, Vanessa (1998) “Bancos ignoram regra do BC que protege clientes”, editoria Dinheiro, p. 2, Folha de São Paulo, 22/04.
- ALLEN, Franklin & SANTOMERO, Anthony. (1997) “The theory of financial intermediation”, *Journal of Banking and Finance*, 21, p.271 – 294.
- ALLEN, Franklin & SANTOMERO, Anthony M. (2001) “What do financial intermediaries do?”, *Journal of Banking and Finance*, 25, p. 1461 – 1485.
- ALVES, Fábio (1999a) “Falta força à ANDIB para regular”, Folhainvest, p. 2. Folha de São Paulo, 20/12.
- ALVES, Fábio (1999b) “Instrução da CVM cria custos adicionais, diz gestor de fundos”, Folhainvest, p. 2-3, Folha de São Paulo, 20/12.
- ALVES JR., Antonio J. (1993) *Conta remunerada: um estudo de caso sobre inovação financeira*, Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia Industrial/UFRJ, Rio de Janeiro.
- ALVES JR., Antonio J. (2000) *A Transição do Sistema Bancário Brasileiro da Alta Inflação para a Estabilidade: Fragilização, Instabilidade e Recomposição*, Tese de Doutorado, Instituto de Economia/UFRJ, Rio de Janeiro.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Boletim Mensal do Banco Central, vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual do Banco Central, vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório sobre o Sistema Financeiro, vários números.
- BELLUZO, Luiz Gonzaga & ALMEIDA, Julio Sérgio G. (1990) “Crise e Reforma Monetária no Brasil”, in *São Paulo em Perspectiva*, São Paulo, fundação SEADE, vol. 4, no. 1, janeiro.
- BER, Hedva, YAFEH, Yishay & YOSHA, Oved (2000), *Conflict of Interest in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting and Fund Management*, CERP Discussion Papers, No. 2359, January, London.
- BESSA, H. (2002) *Um Estudo sobre a Persistência de Performance de Fundos Ibovespa Ativos*, Tese de Mestrado Executivo, EBAP/FGV, Rio de Janeiro.
- BHATTACHARYA, S. & THAKOR, A. (1993) “Contemporary Banking Theory”, *Journal of Financial Intermediation*, 3, p. 2 – 50.

- BRITO, Ney R. O. & NEVES, Antonio R. M. (1984) “O Desempenho Recente dos Fundos de Investimento”, *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, IBMEC: Rio de Janeiro, jul/set, p. 221 - 256.
- BRITO, Nei “Índice ANBID – sistema de avaliação de performance de fundos de investimento: fundamentos metodológicos” in *Revista ANBID Fundos de Investimento*, Rio de Janeiro, Ano 2, n. 23, p. 8 – 16.
- BROWN, S.J., GOETZMAN, W.N. (1995) “Performance Persistence”. *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 2, june, p. 679 - 698.
- BURDA, Michael & WYPLOSZ, Charles (2001) *Macroeconomics – a European text*, Oxford University Press, Oxford.
- CAHART, Mark. (1997) “On persistence in Mutual Funds Performance”. *The Journal of Finance*, vol. 52, no. 1, march, p. 57 – 82.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. (1992) Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-Keynesiana. In BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JR., Paulo Nogueira (Organizadores). *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional – Ensaio em Homenagem à Dílson Funaro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. (1998), “Sistema Financeiro Internacional: tendências e perspectivas”, in *Financiamento do Setor Elétrico Brasileiro*. Adilson de Oliveira e Helder Queiroz Pinto Junior (Orgs.), Editora Garamond, Rio de Janeiro, p. 71 – 102.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. (2000) New Competitive Strategies of Foreign Banks in Large Emerging Economies: The Case of Brazil. *Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review* n. 213 , June.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. e ALVES JR. Antonio José (1999) *Avaliação do Sistema Financeiro Brasileiro: Tendências e Perspectivas*, Convênio Previ/UFRJ, mimeo.
- CARVALHO, Carlos Eduardo (1992). Liquidez e Choques Antiinflacionários. In BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JR., Paulo Nogueira (Organizadores). *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional – Ensaio em Homenagem à Dílson Funaro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- CERETTA, P.S. & COSTA JR., N.C.A. da (2000), *Avaliação e Seleção de Fundos de Investimento: um enfoque sobre múltiplos atributos*. Working paper, UFSC, Florianópolis.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1973), “Fundos Mútuos de Investimento – alguns resultados”. Setembro: Fundação Getúlio Vargas, p. 68 – 73.

- CONTADOR, Cláudio (1975), *Os Investidores institucionais no Brasil*, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro.
- DEWATRIPONT & TIROLE, J. (1994), *Prudential Regulation of Banks*, MIT Press, Cambridge.
- FDIC -Federal Deposit Insurance Company (1998), *History of The Eighties – Lesson for the Future: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*.
- FORTUNA, E. (2001) *Mercado Financeiro – produtos e serviços*, Editora Qualitymark, 14<sup>a</sup> edição, Rio de Janeiro.
- FRANKLIN, R. E. (1993) “Financial Markets in Transition – or the Decline of Commercial Banking”, in *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Anais do Sipiósio em Jackson Hole, Wyoming, 19 a 21 de agosto de 1993, Federal Reserve Bank of Kansas.
- FREIXAS, X. & ROCHET, J. (1997), *Microeconomics of Banking*, MIT Press, Cambridge.
- GRIMBLAT, M. & TITMAN, S. (1992), “ The Persistence of Mutual Fund Performance”, *Journal of Finance*, vol. 47, n. 5, p. 1977 – 1984, Dec. 1982.
- GRUBER, M.J., EDWIN, E.J. & BLAKE, C.R. (1996), “The Persistence of Risk Adjusted Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, vol. 69, no. 2, p. 133-157.
- GAGGINI, Fernando Schwartz (2001), *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*, Livraria Editora Universitária de Direito, São Paulo.
- GURLEY, John & SHAW, Edward (1955) “Financial Aspects of Economic Development, *American Economic Review* 45 (Sept), 515 – 38.
- HEBB, Gregory & MACKINONN, Greg (2000) *Valuation Uncertainty and IPO's: Investment Bank versus Commercial Bank Underwriters*, Saint Mary University Working Paper, December.
- HENDRICKS, D., PATEL, J & ZECKHAUSER, R. (1993) “Hot Hands in Mutual Funds: The Persistence of Performance 1974 - 1988”. *The Journal of Finance*. Vol. 48, no 1, p. 93 – 130.
- HERMANN, Jennifer (1998), “Financiamento do Investimento no Brasil: Evolução Recente, Quadro Atual e Perspectivas”, in *Financiamento do Setor Elétrico Brasileiro*. Adilson de Oliveira e Helder Queiroz Pinto Junior (Orgs.), Editora Garamond, Rio de Janeiro.
- HERMANN, J. (2001) “A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos Anos 1990: uma análise crítica”. *Economia Aplicada*, v. 5, n 2, pp. 281-313.

- IMF – International Monetary Fund (1994), “International Capital Markets Developments: prospect and issues”, *World Economic and Financial Surveys*, Washington, DC, September.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI), Fact Book 2003.
- KANE, Edward (1997) *Ethical Foundations of Financial Regulations*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6020, Cambridge/Massachussets.
- KEYNES, John M. (1982) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção “Os Economistas”, Rio de Janeiro: Abril Cultural.
- KIGUEL, M. (2001).”The Argentine financial system in the nineties”. Domestic Finance and Global Capital in Latin America Conference 2001. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta.
- LEHAR, Alfred & RANDL, Otto (2003) Chinese Walls in German Banks, <http://ssrn.com/abstract=315319>
- MACHADO, Marcos Fernandes, (1982) “Um Balanço dos Incentivos Fiscais do DL 157: Evolução, Situação Atual e Aspectos Críticos” in *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, IBMEC, v. 8, n. 22, p. 5 – 27, jan – abr. Rio de Janeiro.
- MELO, José Luiz (1978) “Aplicadores em Fundos Fiscais: sua desinformação sobre o sistema 157 e seu desinteresse pelo mercado de ações”, in *Revista de Mercado de Capitais*, IBMEC, v. 4, n. 11, p. 183 – 189, maio/agosto, Rio de Janeiro.
- MELO, José Luiz (1979) “O Sistema 157 depois da Resolução no. 470: Um Estudo Empírico de seus Efeitos sobre os Aplicadores”, *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, vol. 5, no. 14 – maio/agosto, 1979.
- MINSKY, Hyman (1982). Can “It” happen again? M.E. Sharpe, New York.
- MINSKY, Hyman (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press
- MENDONÇA DE BARROS, José Roberto, ALMEIDA Jr, Mansueto Facundo (1997). Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil. *Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica*. Brasília, Maio.
- MENDONÇA DE BARROS, José Roberto, LOYOLA, Gustavo Jorge & BOGDANSKI, Joel (1998). Reestruturação do Setor Financeiro. *Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica*. Brasília, Janeiro.
- MUNIZ, José Carlos (1994). “Risco e Retorno dos Fundos de Ações: a Eficiência do Mercado Brasileiro”, in *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, vol 19, n. 48, pp. 57 – 82.

- PAULA, Luiz Fernando R. de (1997), *Comportamento dos Bancos em Alta Inflação: Teoria e Experiência Brasileira Recente*, Tese de Doutorado, Instituto de Economia/ Unicamp, São Paulo.
- PAULA, Luiz Fernando R. de (2002). *A Recente Onda de Bancos Estrangeiros no Brasil*, Oxford Centre for Brazilian Studies, Oxford.
- PAULA, Luiz F. & ALVES, Jr. Antonio J. (1999) “Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real”, in *Revista de Economia Política*, Vol. 19, no 3, janeiro/março.
- PAULA, Luiz F. & ALVES, Jr. Antonio J. (2003) “Banking Behaviour and The Brazilian Economy after the End of The Real Plan”, *Banca Nazionale del Lavoro*, Dezembro.
- PECHMAN, Clarice (1984) *O dólar paralelo no Brasil*, Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.
- PORTER, Michael E. (1989), *Estratégia Competitiva – técnicas para análise de indústrias e da concorrência*, editora Campus, Rio de Janeiro.
- PORTOCARRERO DE CASTRO, H. O. (1979) “Mercado de Capitais no Brasil – Evolução Recente” in *Introdução ao Mercado de Capitais*, Hélio O. Portocarrero de Castro (org.), IBMEC, 10ª. edição. Rio de Janeiro.
- PLATTNER, Lukas, (2002) "Enron: Financial Information and Conflict of Interests". 22/maio; <http://ssrn.com/abstract=315319>
- RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL, vários números.
- RICCA, Jorge M. *Análise de Persistência de Performance de Investimentos – há evidências de persistência em fundos ativos de ibovespa para clientes de varejo?*, Dissertação de Mestrado, Escola Brasileira de Administração Pública da Fundação Getúlio Vargas, 2003.
- SAUNDERS, Antony (2000). *Administração de Instituições Financeiras*, Editora Atlas, São Paulo.
- SCHOLTENS & VAN WENSVEEN (1999), “A critique on the theory of financial intermediation”, in *Journal of Banking and Finance*, 8, p. 36 – 67
- SHLEIFER, Andrei (2000). *Inefficient markets – an introduction to behavioral finance*. Clearendon Lectures in Economics, Oxford University Press, Oxford
- SIMONSEN, Mário H. (1995) *Trinta Anos de Indexação*, Editora da Fundação Getúlio Vargas: Rio de Janeiro
- STUDART, Rogério (1992). *Investment Finance, Saving and Funding and Financial Systems in Economic Development: Theory and Lessons from Brazil*, PhD. Thesis, University of London, University College, December.

- STUDART, Rogério (1995). *Investment Finance in Economic Development*, Rutledge, London.
- STUDART, Rogério (1998) “Securitização, Derivativos e Investidores Institucionais” in *Financiamento do Setor Elétrico Brasileiro*. Adilson de Oliveira e Helder Queiroz Pinto Junior (Orgs.), Editora Garamond, Rio de Janeiro, p.103 – 124.
- STUDART, Rogério (1999) *Estado, Mercado e o Financiamento do Desenvolvimento: algumas considerações teóricas preliminares sobre o papel dos bancos de desenvolvimento*. Mimeo. Rio de Janeiro, UFRJ.
- STUDART, Rogério (2000) *Pension Funds and the Financing of Productive Investment – an analysis based on Brazil’s recent experience*, Serie Financiamiento del Desarrollo, Development Finance Unit, International Trade and Development Finance Division, CEPAL, Santiago de Chile, August.
- SZMIT, Rafael. *A Ameaça de Crise Sistêmica em 1995 e o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional - PROER*. (1999). Monografia de Bacharelado em Economia. IE-UFRJ, Rio de Janeiro.
- TAVARES, Maria da Conceição (1983) *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro – ensaios sobre economia brasileira*. 11<sup>a</sup> edição, Rio de Janeiro: Zahar Editores
- VINOD, Hrishikesh D. (2002a) *Winners and Losers in Multiple Failures at Enron and Some Policy Changes*, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?id=300542>
- VINOD, Hrishikesh D., “Divest Investment Banking from Financial Institutions” (August 12, 2002). IEEP, Fordham U., Economics Working Paper No. 02-01. <http://ssrn.com/abstract=323280>
- VITAL Sebastião M. (1973), “Fundos de Investimento – medida de seu desempenho”, *Revista Brasileira de Economia*, Volume 27, no. 3, p. 19 – 64, jul/set.
- ZIBECCHI, Ezequiel (1998), *O Desenvolvimento da Indústria de Fundos no Brasil*, IE/UFRJ, monografia, Rio de Janeiro.

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre Setorial</i>	<i>Ibovespa</i>
Média	2,1469276	6,80274
Variância	25,66650435	168,7974976
Observações	10	10
Correlação de Pearson	0,970226585	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	9	
Stat t	-1,80218559	
P(T<=t) uni-caudal	0,052513345	
t crítico uni-caudal	1,383028803	
P(T<=t) bi-caudal	0,10502669	
t crítico bi-caudal	1,833113856	
P (T < ou = t)	0,947486655	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Não-significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre Setorial</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,1469276	CDI
Variância	25,66650435	0,218062831
Observações	10	10
Correlação de Pearson	0,162162644	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	9	
Stat t	-0,163765331	
P(T<=t) uni-caudal	0,436767254	
t crítico uni-caudal	1,383028803	
P(T<=t) bi-caudal	0,873534509	
t crítico bi-caudal	1,833113856	
P (T < ou = t)	0,563232746	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Não-significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre Setorial</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,1469276	1,17345
Variância	25,66650435	0,060215261
Observações	10	10
Correlação de Pearson	0,00691447	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	9	
Stat t	0,607126115	
P(T<=t) uni-caudal	0,279385461	
t crítico uni-caudal	1,383028803	
P(T<=t) bi-caudal	0,558770921	
t crítico bi-caudal	1,833113856	
P (T < ou = t)	0,279385461	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Não-significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF DI 60 dias</i>	<i>CDI</i>
Média	2,170572817	2,268725
Variância	0,275875542	0,284107871
Observações	12	12
Correlação de Pearson	0,999268904	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	11	
Stat t	-15,68557865	
P(T<=t) uni-caudal	3,55674E-09	
t crítico uni-caudal	1,363430329	
P(T<=t) bi-caudal	7,11347E-09	
t crítico bi-caudal	1,795883691	

P (T < ou = t) 1,00

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF DI 60 dias</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,170572817	1,13895
Variância	0,275875542	0,057124435
Observações	12	12
Correlação de Pearson	0,849499046	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	11	
Stat t	10,32850446	
P(T<=t) uni-caudal	2,67371E-07	
t crítico uni-caudal	1,363430329	
P(T<=t) bi-caudal	5,34741E-07	
t crítico bi-caudal	1,795883691	

P (T < ou = t) 0,00

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC DI 60 dias</i>	<i>CDI</i>
Média	2,272840458	2,268725
Variância	0,274510593	0,284107871
Observações	12	12
Correlação de Pearson	0,998953851	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	11	
Stat t	0,552107741	
P(T<=t) uni-caudal	0,295957489	
t crítico uni-caudal	1,363430329	
P(T<=t) bi-caudal	0,591914977	
t crítico bi-caudal	1,795883691	

P (T < ou = t) 0,295957489

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC DI 60 dias</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,272840458	1,13895
Variância	0,274510593	0,057124435
Observações	12	12
Correlação de Pearson	0,854947745	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	11	
Stat t	11,45823201	
P(T<=t) uni-caudal	9,33789E-08	
t crítico uni-caudal	1,363430329	
P(T<=t) bi-caudal	1,86758E-07	
t crítico bi-caudal	1,795883691	

P (T < ou = t) 9,33789E-08

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DI 60 dias</i>	<i>CDI</i>
Média	2,261578658	2,268725
Variância	0,284192236	0,284107871
Observações	12	12
Correlação de Pearson	0,999656455	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	11	
Stat t	-1,771686841	
P(T<=t) uni-caudal	0,052054956	
t crítico uni-caudal	1,363430329	
P(T<=t) bi-caudal	0,104109911	
t crítico bi-caudal	1,795883691	

P (T < ou = t) 0,947945044

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DI 60 dias</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,261578658	1,13895
Variância	0,284192236	0,057124435
Observações	12	12
Correlação de Pearson	0,846668966	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	11	
Stat t	10,97483653	
P(T<=t) uni-caudal	1,4483E-07	
t crítico uni-caudal	1,363430329	
P(T<=t) bi-caudal	2,89659E-07	
t crítico bi-caudal	1,795883691	

P (T < ou = t) 0,00

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBA (Inst. 215)</i>	<i>IBA</i>
Média	1,513033132	1,055031579
Variância	173,3772522	207,6678852
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,960992081	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,493731818	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,3137330</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,627466072	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T< ou = t) 0,313733036  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBOVESPA (Inst. 215)</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,413589821	2,373657895
Variância	224,4413676	230,3841839
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,994935453	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-2,734479576	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0068078</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,013615514	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T< ou = t) 0,993192243  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBOVESPA ATIVO (Inst. 215)</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,5840968	2,373657895
Variância	218,0234682	230,3841839
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,993315959	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-1,934092492	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0344908</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,068981545	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T< ou = t) 0,965509228  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes OUTROS (Inst. 215)</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	0,507495521	2,373657895
Variância	53,15472799	230,3841839
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,968341025	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,977693809	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1705920</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,341184003	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,829407998  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBOVESPA</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,663578211	2,373657895
Variância	208,9454091	230,3841839
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,99269919	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-1,603250924	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0631408</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,126281675	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,936859163  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBOVESPA ATIVO</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	0,782802411	2,373657895
Variância	64,23022348	230,3841839
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,996800353	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,960684857	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1747195</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,349438954	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,825280523  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre OUTROS</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	0,602669074	2,373657895
Variância	21,51413966	230,3841839
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,975496345	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,721285871	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2399992</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,479998363	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,760000819  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBX (Inst. 215)</i>	<i>IBX</i>
Média	1,623174774	1,812810526
Variância	218,3117972	207,6182471
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,96243562	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,205822626	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4196197</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,839239402	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,580380299  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBA</i>	<i>IBA</i>
Média	1,517428374	1,055031579
Variância	176,6176387	207,6678852
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,982281428	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,710684582	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2431935</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,486387021	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,243193511  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBX</i>	<i>IBX</i>
Média	1,585709537	1,812810526
Variância	169,1353493	207,6182471
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,991942546	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,443129691	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,3314759</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,662951732	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,668524134

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC Acoes OUTROS</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,5098581	2,373657895
Variância	227,9377633	230,3841839
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,994273661	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-2,321291012	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0161038</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,032207695	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,983896152

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 30 dias Livre</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,963267368	2,211278947
Variância	0,242825602	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,890440859	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-4,533958884	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0001285</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,00025702	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,99987149

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 30 dias Renda Fixa</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,576682232	2,211278947
Variância	0,223400192	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,903097516	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-12,39133972	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	3,00522E-10	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Cambial</i>	<i>DOLAR</i>
Média	4,239162395	3,318251699
Variância	205,9765596	234,9636805
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,999019317	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	3,410514409	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0015590</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,003118039	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,001559019  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Exclusivo</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	56,19900845	2,211278947
Variância	54693,60021	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,331354929	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	1,006984073	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1636441</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,327288276	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,163644138  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Livre D 0</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,138166079	2,211278947
Variância	1,184962266	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,728502391	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,401275525	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,3464705</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,692941053	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,653529473

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Multiportfolio</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,019275047	2,211278947
Variância	3,116972405	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,656612665	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,566571406	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2890012</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,578002351	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,710998825

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Renda Fixa</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,075998089	2,211278947
Variância	0,261119599	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,90287325	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-2,594113536	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0091623</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,018324679	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,99083766

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF Curto Prazo</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	0,425800158	2,211278947
Variância	0,025817044	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,925775049	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-20,7008685	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	5,31048E-14	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 30 dias Livre</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,385381895	2,211278947
Variância	1,092266807	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,557470523	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,872370817	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1972472</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,394494381	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,197247191  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 30 dias Renda Fixa</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,856793095	2,211278947
Variância	0,224312162	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,978702561	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-13,75672452	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	5,43263E-11	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 30 dias Renda Fixa</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,856793095	2,211278947
Variância	0,224312162	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,978702561	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-13,75672452	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	5,43263E-11	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Cambial</i>	<i>DOLAR</i>
Média	4,412985063	3,318251699
Variância	186,3470243	234,9636805
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,996739307	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	2,334253188	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0156852</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,031370412	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,015685206  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Exclusivo</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	7,991211184	2,211278947
Variância	597,5244747	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,226200606	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	1,035431981	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1570892</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,314178487	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,157089244  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Livre D 0</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,1269024	2,211278947
Variância	0,727086372	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,501058651	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,494532615	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,3134558</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,626911645	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,686544177  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Renda Fixa</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,150577232	2,211278947
Variância	0,245693683	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,84782902	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,941434395	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1794733</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,358946507	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,820526746  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF Curto Prazo</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	0,648779732	2,211278947
Variância	0,080441284	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,94486814	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-25,37845892	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	1,52404E-15	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 30 dias Renda Fixa</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,044030574	2,211278947
Variância	0,215732638	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,921595874	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-3,604121995	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0010143</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,002028513	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,998985744

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Exclusivo</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,183552889	2,211278947
Variância	0,275398342	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,969137286	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,930705997	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1821605</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,364321038	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,817839481

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Cambial</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	4,165040747	2,211278947
Variância	170,8240085	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	-0,143188207	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,647404352	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2627709</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,525541856	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,262770928

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Livre D 0</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,151514774	2,211278947
Variância	3,254880667	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,623841101	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,16975314	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4335488</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,86709756	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,56645122

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Renda Fixa</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,195793779	2,211278947
Variância	0,275831634	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,895650605	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,282717952	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,3903092</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,780618493	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,609690754

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC Curto Prazo</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	0,862991142	2,211278947
Variância	0,016955155	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,62879311	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-13,07615243	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	1,25124E-10	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 1

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBA (Inst. 215)</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,513033132	2,211278947
Variância	173,3772522	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,432769625	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,235010867	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4084265</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,816853066	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,591573467  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBA (Inst. 215)</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,513033132	2,211278947
Variância	173,3772522	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,432769625	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,235010867	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4084265</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,816853066	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,591573467  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBOVESPA (Inst. 215)</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,413589821	2,211278947
Variância	224,4413676	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,449792901	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,235653947	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4081808</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,816361591	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,591819205  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBOVSPA ATIVO (Inst. 215)</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,5840968	2,211278947
Variância	218,0234682	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,444615909	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,18799536	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4264917</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,852983384	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,573508308  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBX (Inst. 215)</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,623174774	2,211278947
Variância	218,3117972	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,485119808	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,176423069	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4309657</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,86193137	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,569034315  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes OUTROS (Inst. 215)</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	0,507495521	2,211278947
Variância	53,15472799	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,422819622	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-1,047976176	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1542591</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,308518232	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,845740884  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBA</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,517428374	2,211278947
Variância	176,6176387	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,446617574	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,2314747	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4097785</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,819556981	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,59022151

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBA</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,517428374	2,211278947
Variância	176,6176387	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,446617574	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,2314747	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4097785</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,819556981	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,59022151

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBOVESPA ATIVO</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	0,782802411	2,211278947
Variância	64,23022348	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,441888483	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,798418666	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2175180</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,435035962	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,782482019

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBX</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,585709537	2,211278947
Variância	169,1353493	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,457230585	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,213432376	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4166943</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,83338853	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,583305735  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre OUTROS</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	0,602669074	2,211278947
Variância	21,51413966	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,468188753	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-1,586762146	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0649886</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,129977225	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,935011388  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC Acoes OUTROS</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,5098581	2,211278947
Variância	227,9377633	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,439407869	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,205519668	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4197363</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,839472537	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,580263731  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Cambial</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	4,239162395	2,211278947
Variância	205,9765596	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	-0,13519375	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,612509696	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2739307</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,54786136	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,27393068

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Cambial</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	4,412985063	2,211278947
Variância	186,3470243	0,270162343
Observações	19	19
Correlação de Pearson	-0,12669671	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,699162772	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2466933</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,493386663	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,246693331

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBA (Inst. 215)</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,513033132	1,179531579
Variância	173,3772522	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,250590212	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,110987959	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4564270</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,912854093	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,456427047

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBOVESPA (Inst. 215)</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,413589821	1,179531579
Variância	224,4413676	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,249507331	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,068417809	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4731037</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,946207349	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,473103674

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBOVESPA ATIVO (Inst. 215)</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,5840968	1,179531579
Variância	218,0234682	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,225295491	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,119937304	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4529307</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,905861369	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,452930685

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes IBX (Inst. 215)</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,623174774	1,179531579
Variância	218,3117972	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,304260165	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,131640432	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4483645</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,896728957	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,448364478

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Acoes OUTROS (Inst. 215)</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,507495521	1,179531579
Variância	53,15472799	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,272777978	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,40588174	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,3448069</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,689613767	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,655193116  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBA</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,517428374	1,179531579
Variância	176,6176387	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,241279922	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,111386331	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4562713</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,912542658	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,456271329  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBOVSPA</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,663578211	1,179531579
Variância	208,9454091	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,229792014	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,146610622	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4425345</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,885068913	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,442534456  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBOVESPA ATIVO</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,782802411	1,179531579
Variância	64,23022348	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,262834969	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,217706378	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4150534</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,830106762	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,584946619  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre IBX</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,585709537	1,179531579
Variância	169,1353493	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,267469562	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,136919552	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4463071</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,892614226	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,446307113  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Carteira Livre OUTROS</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,602669074	1,179531579
Variância	21,51413966	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,307371166	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-0,551691947	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,2939719</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,587943878	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,706028061  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 30 dias Livre</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,963267368	1,179531579
Variância	0,242825602	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,836441334	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	11,51137121	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	9,82535E-10	
t crítico bi-caudal	1,734063062	
P (T < ou = t)	4,91267E-10	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC Acoes OUTROS</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,5098581	1,179531579
Variância	227,9377633	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,233646674	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,095781994	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,4623760</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,924752032	
t crítico bi-caudal	1,734063062	
P (T < ou = t)	0,462376016	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Não-significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 30 dias Renda Fixa</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,576682232	1,179531579
Variância	0,223400192	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,825555342	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	6,069314705	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000049</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	9,78151E-06	
t crítico bi-caudal	1,734063062	
P (T < ou = t)	4,89076E-06	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Cambial</i>	<i>Poupança</i>
Média	4,239162395	1,179531579
Variância	205,9765596	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	-0,222885373	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,924928359	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1836190</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,367237924	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,183618962

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Exclusivo</i>	<i>Poupança</i>
Média	56,19900845	1,179531579
Variância	54693,60021	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,535264312	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	1,026153361	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1592063</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,318412653	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,159206326

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Livre D 0</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,138166079	1,179531579
Variância	1,184962266	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,782612111	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	4,743788711	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000811</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,000162138	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 8,1069E-05

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Multiportfolio</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,019275047	1,179531579
Variância	3,116972405	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,447760873	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	2,209922213	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0201516</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,040303106	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T< ou = t) 0,020151553  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF 60 dias Renda Fixa</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,075998089	1,179531579
Variância	0,261119599	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,829566506	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	12,38284556	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	3,0388E-10	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T< ou = t) 1,5194E-10  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC FIF Curto Prazo</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,425800158	1,179531579
Variância	0,025817044	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,808973184	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-17,75132411	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	7,46921E-13	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T< ou = t) 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 30 dias Livre</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,385381895	1,179531579
Variância	1,092266807	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,366503323	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	5,380383831	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000205</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	4,10638E-05	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 2,05319E-05

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Cambial</i>	<i>Poupança</i>
Média	4,412985063	1,179531579
Variância	186,3470243	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	-0,205514693	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	1,027787328	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1588320</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,317664087	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,158832043

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Exclusivo</i>	<i>Poupança</i>
Média	7,991211184	1,179531579
Variância	597,5244747	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,403913164	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	1,220414774	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1190277</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,23805539	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,119027695

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Livre D 0</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,1269024	1,179531579
Variância	0,727086372	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,364866014	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	5,199479704	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000302</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	6,04111E-05	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 3,02055E-05  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% **Significativo**

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF 60 dias Renda Fixa</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,150577232	1,179531579
Variância	0,245693683	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,693885435	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	11,72134734	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	7,35953E-10	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 3,67976E-10  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% **Significativo**

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF Curto Prazo</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,648779732	1,179531579
Variância	0,080441284	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,713581394	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-10,67040762	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	3,26046E-09	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,999999998  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% **Não-significativo**

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 30 dias Renda Fixa</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,044030574	1,179531579
Variância	0,215732638	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,853084348	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	14,22245163	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	3,13028E-11	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 1,56514E-11

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Exclusivo</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,183552889	1,179531579
Variância	0,275398342	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,819024638	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	13,16871905	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	1,1147E-10	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 5,57348E-11

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Cambial</i>	<i>Poupança</i>
Média	4,165040747	1,179531579
Variância	170,8240085	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	-0,21692537	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	0,990697893	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,1674824</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,334964783	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,167482392

Significativamente maior que zero?

Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Livre D 0</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,151514774	1,179531579
Variância	3,254880667	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,49287047	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	2,521058299	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0106757</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	0,021351435	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,010675717  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC 60 dias Renda Fixa</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,195793779	1,179531579
Variância	0,275831634	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,846655836	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	13,85036143	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000000</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	4,85659E-11	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 2,42829E-11  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF de FAC Curto Prazo</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,862991142	1,179531579
Variância	0,016955155	0,083607092
Observações	19	19
Correlação de Pearson	0,783673491	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	18	
Stat t	-6,76888672	
P(T<=t) uni-caudal	<b>0,0000012</b>	
t crítico uni-caudal	1,33039066	
P(T<=t) bi-caudal	2,42672E-06	
t crítico bi-caudal	1,734063062	

P (T < ou = t) 0,999998787  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC Acoes OUTROS</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,638671919	0,694038095
Variância	96,58489805	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,352652139	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,441655097	
P(T<=t) uni-caudal	0,331738523	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,663477046	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,331738523  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF MULTIPORTFÓLIO</i>	<i>0,7008</i>
Média	0,828586156	0,67391875
Variância	4,169776662	0,005277276
Observações	16	16
Correlação de Pearson	0,264298144	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	15	
Stat t	0,30566437	
P(T<=t) uni-caudal	0,382030606	
t crítico uni-caudal	1,340605422	
P(T<=t) bi-caudal	0,764061212	
t crítico bi-caudal	1,753051038	

P(T<=t) unicaudal 0,382030606  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBA</i>	<i>IBA</i>
Média	2,017572318	1,213352381
Variância	83,41114907	91,15965696
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,978306627	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,853072025	
P(T<=t) uni-caudal	0,039342867	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,078685734	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,039342867  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBX</i>	<i>IBX</i>
Média	2,017287646	2,319661905
Variância	93,6175107	91,32332764
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,986930087	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,888676488	
P(T<=t) uni-caudal	0,19237045	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,3847409	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,80762955  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBOVESI</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,472226255	1,565319048
Variância	95,3848349	115,5058715
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,991283686	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,255316032	
P(T<=t) uni-caudal	0,400543127	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,801086254	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,599456873  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBOVESPA</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,511291899	1,565319048
Variância	92,71137048	115,5058715
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,961613596	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,081642981	
P(T<=t) uni-caudal	0,467871075	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,935742151	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,532128925  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações</i>	<i>Outros IBOVESPA</i>
Média	1,124858193	1,565319048
Variância	10,58310689	115,5058715
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,967463413	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,264039416	
P(T<=t) uni-caudal	0,397225571	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,794451143	
t crítico bi-caudal	1,724718004	
P(T<=t) unicaudal	0,602774429	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%		não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações Setoriais</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,201428133	1,565319048
Variância	92,74432839	115,5058715
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,576916338	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,176932761	
P(T<=t) uni-caudal	0,430670356	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,861340712	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,569329644  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC Acoes OUTROS</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	1,638671919	1,565319048
Variância	96,58489805	115,5058715
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,982594314	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,158064984	
P(T<=t) uni-caudal	0,437995319	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,875990639	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,437995319  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC CAMBIAL</i>	<i>DOLAR</i>
Média	1,546767352	1,000858671
Variância	7,424408822	9,0841138
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,982018571	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	4,063672107	
P(T<=t) uni-caudal	0,000303099	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,000606199	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,000303099  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FIF CAMBIAL	DOLAR
Média	1,793647881	1,000858671
Variância	7,353668824	9,0841138
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,984768506	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	6,227654887	
P(T<=t) uni-caudal	2,20453E-06	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	4,40906E-06	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 2,20453E-06  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FIF DE FAC CAMBIAL	DOLAR
Média	1,724920895	1,000858671
Variância	7,575205508	9,0841138
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,982938711	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	5,596294139	
P(T<=t) uni-caudal	8,86946E-06	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	1,77389E-05	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 8,86946E-06  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FAC DI	CDI OVER
Média	1,230729405	1,360071429
Variância	0,021994513	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,996396429	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-47,02717566	
P(T<=t) uni-caudal	2,9578E-22	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	5,9156E-22	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC EXCLUSIVO</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,349118824	1,360071429
Variância	0,21712606	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,210738424	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,109561723	
P(T<=t) uni-caudal	0,456924421	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,913848843	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,543075579  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC LIVRE</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,099008571	1,360071429
Variância	0,267075912	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,523646564	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-2,616066106	
P(T<=t) uni-caudal	0,008270722	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,016541445	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,991729278  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC MULTIPORTIFOLIC</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,184974833	1,360071429
Variância	1,404128383	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,426788501	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,710036294	
P(T<=t) uni-caudal	0,242939402	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,485878803	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,757060598  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC RENDA FIXA</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,214914371	1,360071429
Variância	0,028455706	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,926955966	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-10,39708381	
P(T<=t) uni-caudal	8,18607E-10	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	1,63721E-09	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,999999999  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF CAMBIAL</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,793647881	1,360071429
Variância	7,353668824	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,265779747	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,72133374	
P(T<=t) uni-caudal	0,239526308	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,479052617	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,239526308  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

	<i>FIF CAPITAL PROTEGIDA</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,091956852	1,360071429
Variância	2,961670204	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,31027274	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,730836677	
P(T<=t) uni-caudal	0,236677299	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,473354598	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,763322701  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

	<i>FIF CAPITAL PROTEGID</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,091956852	1,360071429
Variância	2,961670204	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,31027274	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,730836677	
P(T<=t) uni-caudal	0,236677299	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,473354598	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,763322701  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DE FAC CAMBIAL</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,724920895	1,360071429
Variância	7,575205508	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,296128152	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,597262248	
P(T<=t) uni-caudal	0,278517222	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,557034443	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,278517222  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DE FAC DI</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,348991438	1,360071429
Variância	0,022919447	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,997322251	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-4,312610507	
P(T<=t) uni-caudal	0,000169369	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,000338737	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,999830631  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FIF DE FAC EXCLUSIVC	CDI OVER
Média	1.190914486	1,360071429
Variância	0.332709255	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0.273061894	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1.224719623	
P(T<=t) uni-caudal	0,117455405	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,23491081	
t crítico bi-caudal	1.724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,882544595  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FIF DE FAC LIVRE	CDI OVER
Média	1,408419786	1,360071429
Variância	0,739657619	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0.5111113359	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,278688002	
P(T<=t) uni-caudal	0,391672713	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,783345426	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,391672713  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FIF DE FAC RENDA FIXA	CDI OVER
Média	1,358650719	1,360071429
Variância	0,029770068	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,946008207	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,11179057	
P(T<=t) uni-caudal	0,456051909	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,912103818	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,543948091  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DI</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,330659738	1,360071429
Variância	0,023474594	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,998882849	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-14,27400239	
P(T<=t) uni-caudal	2,99301E-12	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	5,98602E-12	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 1  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF EXCLUSIVO</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,41153621	1,360071429
Variância	0,072862433	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,418788985	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,953057022	
P(T<=t) uni-caudal	0,175969346	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,351938692	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,175969346  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF LIVRE</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,408277352	1,360071429
Variância	0,315124217	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,391784918	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,423511358	
P(T<=t) uni-caudal	0,338220953	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,676441906	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,338220953  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBA</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,017572318	1,360071429
Variância	83,41114907	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,315168845	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,331551654	
P(T<=t) uni-caudal	0,371838451	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,743676902	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,371838451  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF CAMBIAL</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,793647881	1,360071429
Variância	7,353668824	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,265779747	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,72133374	
P(T<=t) uni-caudal	0,239526308	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,479052617	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,239526308  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBOVESPA</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,511291899	1,360071429
Variância	92,71137048	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,361191807	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,072361973	
P(T<=t) uni-caudal	0,47151631	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,94303262	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,47151631  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBX</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	2,017287646	1,360071429
Variância	93,6175107	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,307962152	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,312701593	
P(T<=t) uni-caudal	0,378872293	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,757744587	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,378872293  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações Outros</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,124858193	1,360071429
Variância	10,58310689	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,262798139	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,334988615	
P(T<=t) uni-caudal	0,370560825	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,74112165	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,629439175  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações Setorial</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,201428133	1,360071429
Variância	92,74432839	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,091174542	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,075376117	
P(T<=t) uni-caudal	0,470332169	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,940664338	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,529667831  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FAC Acoes	OUTROS	CDI OVER
Média	1,638671919		1,360071429
Variância	96,58489805		0,02160363
Observações		21	21
Correlação de Pearson	0,352059253		
Hipótese da diferença de média		0	
gl		20	
Stat t	0,130583003		
P(T<=t) uni-caudal	0,448704863		
t crítico uni-caudal	1,325340691		
P(T<=t) bi-caudal	0,897409725		
t crítico bi-caudal	1,724718004		

P(T<=t) unicaudal 0,448704863  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FAC CAMBIAL	CDI OVER
Média	1,546767352	1,360071429
Variância	7,424408822	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,313773254	
Hipótese da diferença de média		0
gl		20
Stat t	0,308371438	
P(T<=t) uni-caudal	0,380494299	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,760988599	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,380494299  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FIF DE FAC CAMBIAL	CDI OVER
Média	1,724920895	1,360071429
Variância	7,575205508	0,02160363
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,296128152	
Hipótese da diferença de média		0
gl		20
Stat t	0,597262248	
P(T<=t) uni-caudal	0,278517222	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,557034443	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,278517222  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBA</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,017572318	0,694038095
Variância	83,41114907	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,32707363	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,665875649	
P(T<=t) uni-caudal	0,256549094	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,513098189	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,256549094  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBOVESI</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,472226255	0,694038095
Variância	95,3848349	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,341752893	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,366091669	
P(T<=t) uni-caudal	0,3590703	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,718140601	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,3590703  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBOVSPA</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,511291899	0,694038095
Variância	92,71137048	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,356747999	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,390034204	
P(T<=t) uni-caudal	0,350317005	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,700634011	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,350317005  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações IBX</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,017287646	0,694038095
Variância	93,6175107	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,323558714	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,628285181	
P(T<=t) uni-caudal	0,268463286	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,536926572	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,268463286  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações Outros</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,124858193	0,694038095
Variância	10,58310689	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,262910384	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,610438979	
P(T<=t) uni-caudal	0,27422285	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,5484457	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,27422285  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Fundos de Ações Setoriais</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,201428133	0,694038095
Variância	92,74432839	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,118888904	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,241207596	
P(T<=t) uni-caudal	0,40592493	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,81184986	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,40592493  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FAC Acoes OUTROS	Poupança
Média	1,638671919	0,694038095
Variância	96,58489805	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,352652139	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,441655097	
P(T<=t) uni-caudal	0,331738523	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,663477046	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,331738523  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FAC CAMBIAL	Poupança
Média	1,546767352	0,694038095
Variância	7,424408822	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,255943173	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,423552743	
P(T<=t) uni-caudal	0,084995058	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,169990116	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,084995058  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	FAC DI	Poupança
Média	1,230729405	0,694038095
Variância	0,021994513	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,955726121	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	30,95897714	
P(T<=t) uni-caudal	1,13219E-18	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	2,26438E-18	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 1,13219E-18  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC EXCLUSIVO</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,349118824	0,694038095
Variância	0,21712606	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,160782687	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	6,527330745	
P(T<=t) uni-caudal	1,1583E-06	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	2,3166E-06	
t crítico bi-caudal	1,724718004	
P(T<=t) unicaudal	1,1583E-06	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%		significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC LIVRE</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,099008571	0,694038095
Variância	0,267075912	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,475693987	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	3,822522868	
P(T<=t) uni-caudal	0,000532523	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,001065046	
t crítico bi-caudal	1,724718004	
P(T<=t) unicaudal	0,000532523	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%		significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC MULTIPORTIFOLIC</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,184974833	0,694038095
Variância	1,404128383	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,426979748	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,948185038	
P(T<=t) uni-caudal	0,032782384	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,065564768	
t crítico bi-caudal	1,724718004	
P(T<=t) unicaudal	0,032782384	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%		significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FAC RENDA FIXA</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,214914371	0,694038095
Variância	0,028455706	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,85935386	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	21,53442047	
P(T<=t) uni-caudal	1,31084E-15	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	2,62167E-15	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 1,31084E-15  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF CAMBIAL</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,793647881	0,694038095
Variância	7,353668824	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,217671109	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,846372571	
P(T<=t) uni-caudal	0,039845662	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,079691323	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,039845662  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF CAMBIAL</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,793647881	0,694038095
Variância	7,353668824	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,217671109	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,846372571	
P(T<=t) uni-caudal	0,039845662	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,079691323	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,039845662  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF CAPITAL PROTEGIDA</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,091956852	0,694038095
Variância	2,961670204	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,321524189	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,073766633	
P(T<=t) uni-caudal	0,14785615	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,295712301	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,14785615  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DE FAC CAMBIAL</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,724920895	0,694038095
Variância	7,575205508	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,239304416	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,70464536	
P(T<=t) uni-caudal	0,051873541	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,103747083	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,051873541  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DE FAC DI</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,348991438	0,694038095
Variância	0,022919447	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,95824774	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	36,5754552	
P(T<=t) uni-caudal	4,26534E-20	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	8,53068E-20	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 4,26534E-20  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DE FAC EXCLUSIVC</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,190914486	0,694038095
Variância	0,332709255	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	-0,241164049	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	3,798368266	
P(T<=t) uni-caudal	0,000563403	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,001126806	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,000563403  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DE FAC LIVRE</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,408419786	0,694038095
Variância	0,739657619	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,520969224	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	3,976368233	
P(T<=t) uni-caudal	0,000371744	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,000743488	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 0,000371744  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DE FAC RENDA FIXA</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,358650719	0,694038095
Variância	0,029770068	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,889743003	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	27,44870713	
P(T<=t) uni-caudal	1,19184E-17	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	2,38367E-17	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 1,19184E-17  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF DI</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,330659738	0,694038095
Variância	0,023474594	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,962265025	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	35,03735346	
P(T<=t) uni-caudal	9,94596E-20	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	1,98919E-19	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 9,94596E-20  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF EXCLUSIVO</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,41153621	0,694038095
Variância	0,072862433	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,43423983	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	13,32632323	
P(T<=t) uni-caudal	1,0437E-11	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	2,08739E-11	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 1,0437E-11  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF LIVRE</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,408277352	0,694038095
Variância	0,315124217	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,397949064	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	6,108166292	
P(T<=t) uni-caudal	2,8585E-06	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	5,71699E-06	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P(T<=t) unicaudal 2,8585E-06  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>FIF RENDA FIXA</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,325294405	0,694038095
Variância	0,022574179	0,005678813
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,833603692	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	29,874327	
P(T<=t) uni-caudal	2,27734E-18	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	4,55468E-18	
t crítico bi-caudal	1,724718004	
<hr/>		
P(T<=t) unicaudal	2,27734E-18	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Fechado</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	4,501631262	-0,640985714
Variância	309,8316617	93,0073998
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,349173706	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,397693689	
P(T<=t) uni-caudal	0,088758527	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,177517053	
t crítico bi-caudal	1,724718004	
P (T < ou = t)	0,088758527	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBOVESPA</i>	
	<i>Ativo</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	-0,60003889	-0,640985714
Variância	73,009985	93,0073998
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,988562341	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,106680062	
P(T<=t) uni-caudal	0,458052818	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,916105636	
t crítico bi-caudal	1,724718004	
P (T < ou = t)	0,458052818	
Significativamente maior que zero?		
Significância = 10%	Não-significativo	

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBOVESPA</i>	
	<i>Ativo Com Alavancagem</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	-0,429643714	-0,640985714
Variância	73,88650544	93,0073998
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,976148818	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,430829574	

P(T<=t) uni-caudal	0,335599925
t crítico uni-caudal	1,325340691
P(T<=t) bi-caudal	0,67119985
t crítico bi-caudal	1,724718004

P (T< ou = t)	0,335599925
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBOVESPA	
	<i>Indexado</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	-0,944976367	-0,640985714
Variância	98,30350559	93,0073998
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,993714508	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,233548885	
P(T<=t) uni-caudal	0,115836072	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,231672144	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T< ou = t)	0,884163928
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações Outros		<i>IBOVESPA</i>
Média	-0,058033424		-0,640985714
Variância	3,834971542		93,0073998
Observações	21		21
Correlação de Pearson	0,797433054		
Hipótese da diferença de média	0		
gl	20		
Stat t	0,3270461		
P(T<=t) uni-caudal	0,373515609		
t crítico uni-caudal	1,325340691		
P(T<=t) bi-caudal	0,747031218		
t crítico bi-caudal	1,724718004		

P (T< ou = t)	0,373515609
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações Outros Com		<i>Alavancagem</i>	<i>IBOVESPA</i>
Média	0,414547229			-0,640985714
Variância	22,65887735			93,0073998

Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,845390574	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,784182044	
P(T<=t) uni-caudal	0,221061309	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,442122617	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,221061309  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações Setoriais	
	Energia	IBOVESPA
Média	-0,691839467	-0,640985714
Variância	70,60168781	93,0073998
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,886315437	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,052153884	
P(T<=t) uni-caudal	0,479461742	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,958923483	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,520538258  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações Setoriais	
	Telecomunicações	IBOVESPA
Média	-1,183376548	-0,640985714
Variância	120,6877211	93,0073998
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,942001037	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,662165332	
P(T<=t) uni-caudal	0,257711758	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,515423517	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,742288242  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBX Ativo</i>	<i>IBX</i>
Média	0,1111733	0,521109524
Variância	56,41025719	58,72853655
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,981780426	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,289991227	
P(T<=t) uni-caudal	0,105885363	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,211770726	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,894114637  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBX Ativo Com Alavancagem</i>	<i>IBX</i>
Média	0,182345633	0,521109524
Variância	63,77354882	58,72853655
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,979255601	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,954899745	
P(T<=t) uni-caudal	0,175514332	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,351028664	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,824485668  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBX Indexado</i>	<i>IBX</i>
Média	-0,062739219	0,521109524
Variância	55,16189258	58,72853655
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,986127003	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-2,092374804	
P(T<=t) uni-caudal	0,024682113	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,049364225	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,975317887

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Fechado</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	4,501631262	1,435657143
Variância	309,8316617	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,564940504	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,801742664	
P(T<=t) uni-caudal	0,216062547	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,432125093	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t)

0,216062547

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBOVESPA</i>	
	<i>Ativo</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	-0,60003889	1,435657143
Variância	73,009985	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,208491245	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,095323846	
P(T<=t) uni-caudal	0,143195131	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,286390261	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t)

0,856804869

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBOVESPA</i>	
	<i>Ativo Com Alavancagem</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	-0,429643714	1,435657143
Variância	73,88650544	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,198358605	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,997488386	
P(T<=t) uni-caudal	0,165221889	

t crítico uni-caudal	1,325340691
P(T<=t) bi-caudal	0,330443778
t crítico bi-caudal	1,724718004

P (T< ou = t)	0,834778111
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBOVSPA	
	Indexado	CDI OVER
Média	-0,944976367	1,435657143
Variância	98,30350559	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,224599177	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,103666881	
P(T<=t) uni-caudal	0,141420187	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,282840373	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T< ou = t)	0,858579813
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBX Ativo	
	Com Alavancagem	CDI OVER
Média	0,1111733	1,435657143
Variância	56,41025719	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,222394143	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,811308905	
P(T<=t) uni-caudal	0,213369325	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,426738651	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T< ou = t)	0,786630675
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBX Ativo	
	Com Alavancagem	CDI OVER
Média	0,182345633	1,435657143
Variância	63,77354882	0,019066053
Observações	21	21

Correlação de Pearson	0,211163118
Hipótese da diferença de média	0
gl	20
Stat t	-0,721729542
P(T<=t) uni-caudal	0,239407244
t crítico uni-caudal	1,325340691
P(T<=t) bi-caudal	0,478814489
t crítico bi-caudal	1,724718004

P (T < ou = t) 0,760592756  
 Significativamente maior que zero?

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBX	
	Indexado	CDI OVER
Média	-0,062739219	1,435657143
Variância	55,16189258	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,193902458	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,927710462	
P(T<=t) uni-caudal	0,182309553	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,364619105	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,817690447  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações Outros	
		CDI OVER
Média	-0,058033424	1,435657143
Variância	3,834971542	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,297261853	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-3,561757664	
P(T<=t) uni-caudal	0,000977185	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,001954369	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,999022815  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

Ações Outros Com	CDI OVER
Alavancagem	

Média	0,414547229	1,435657143
Variância	22,65887735	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,231166158	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,989258339	
P(T<=t) uni-caudal	0,167177433	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,334354867	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,832822567  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Setoriais</i>	
	<i>Energia</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	-0,691839467	1,435657143
Variância	70,60168781	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,290132752	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,165714926	
P(T<=t) uni-caudal	0,128722061	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,257444123	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,871277939  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Setoriais</i>	
	<i>Telecomunicações</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	-1,183376548	1,435657143
Variância	120,6877211	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,080369071	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,093513039	
P(T<=t) uni-caudal	0,143582502	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,287165004	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,856417498  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Balanceados</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,087539057	1,435657143
Variância	2,149900068	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,473583095	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,134516024	
P(T<=t) uni-caudal	0,134996693	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,269993386	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T< ou = t) 0,865003307  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Multimercados Com</i>	
	<i>RV</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,468004729	1,435657143
Variância	1,988793037	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,392828379	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,108841541	
P(T<=t) uni-caudal	0,457206395	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,914412789	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T< ou = t) 0,457206395  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Multimercados Com</i>	
	<i>RV Com</i>	
	<i>Alavancagem</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,972810119	1,435657143
Variância	3,236950374	0,019066053
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,167750044	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,381959247	
P(T<=t) uni-caudal	0,091113101	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,182226202	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,091113101  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Multimercados Sem</i>	
	<i>RV</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,716726365	1,448425
Variância	1,010069328	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,303155658	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	1,232126214	
P(T<=t) uni-caudal	0,11646644	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,232932881	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,11646644  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Multimercados Sem</i>	
	<i>RV Com</i>	<i>CDI OVER</i>
	<i>Alavancagem</i>	
Média	1,816404425	1,448425
Variância	5,501713481	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	-0,025589374	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	0,699576648	
P(T<=t) uni-caudal	0,24633428	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,49266856	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,24633428  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Referenciado</i>	
	<i>Câmbio</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	3,089146535	1,448425
Variância	35,75877466	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,039246037	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	

Stat t	1,227791105
P(T<=t) uni-caudal	0,117259828
t crítico uni-caudal	1,327728114
P(T<=t) bi-caudal	0,234519656
t crítico bi-caudal	1,729131327

P (T < ou = t) 0,117259828  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Referenciado DI	CDI OVER
Média	1,38557246	1,448425
Variância	0,086961266	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,606759435	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	-1,1721335	
P(T<=t) uni-caudal	0,127815825	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,255631651	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,872184175  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Referenciado Outros	CDI OVER
Média	2,05875016	1,448425
Variância	1,238261811	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,339732743	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	2,536746371	
P(T<=t) uni-caudal	0,010058138	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,020116277	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,010058138  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Renda Fixa	CDI OVER
Média	1,335221235	1,448425
Variância	0,139427916	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,509461075	

Hipótese da diferença de média	0
gl	19
Stat t	-1,547165478
P(T<=t) uni-caudal	0,069159191
t crítico uni-caudal	1,327728114
P(T<=t) bi-caudal	0,138318382
t crítico bi-caudal	1,729131327

P (T < ou = t)	0,930840809
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Renda Fixa Com Alavancagem</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,518344905	1,448425
Variância	0,215485969	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,648670493	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	0,795074105	
P(T<=t) uni-caudal	0,21819526	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,43639052	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t)	0,21819526
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Renda Fixa Crédito</i>	<i>CDI OVER</i>
Média	1,41703145	1,448425
Variância	0,050055097	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,634386699	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	-0,809285868	
P(T<=t) uni-caudal	0,214184801	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,428369601	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t)	0,785815199
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Renda Fixa Multi-Índices</i>	<i>CDI OVER</i>
--	---------------------------------	-----------------

Média	1,42348128	1,448425
Variância	0,414700396	0,016465969
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,421059635	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	-0,185513284	
P(T<=t) uni-caudal	0,427396278	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,854792556	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,572603722  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Fechado</i>	<i>Poupança</i>
Média	4,501631262	0,724133333
Variância	309,8316617	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,531360267	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	0,985369918	
P(T<=t) uni-caudal	0,168106928	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,336213856	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,168106928  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBOVESA</i>	
	<i>Ativo</i>	<i>Poupança</i>
Média	-0,60003889	0,724133333
Variância	73,009985	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,146923615	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,710943279	
P(T<=t) uni-caudal	0,242664349	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,485328698	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,757335651  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBOVESPA	
	Ativo Com Alavancagem	Poupança
Média	-0,429643714	0,724133333
Variância	73,88650544	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,133910016	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,615709006	
P(T<=t) uni-caudal	0,27251522	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,54503044	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,72748478  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBOVESPA	
	Indexado	Poupança
Média	-0,944976367	0,724133333
Variância	98,30350559	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,168041473	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,77228617	
P(T<=t) uni-caudal	0,224487709	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,448975418	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,775512291  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	Ações IBX Ativo	
	Ativo	Poupança
Média	0,11111733	0,724133333
Variância	56,41025719	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,147605435	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,374455641	
P(T<=t) uni-caudal	0,356003103	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,712006206	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,643996897  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBX Ativo</i>	
	<i>Com Alavancagem</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,182345633	0,724133333
Variância	63,77354882	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,139266514	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,311240091	
P(T<=t) uni-caudal	0,379419493	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,758838987	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,620580507  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações IBX</i>	
	<i>Indexado</i>	<i>Poupança</i>
Média	-0,062739219	0,724133333
Variância	55,16189258	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,113998001	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,485970957	
P(T<=t) uni-caudal	0,316134811	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,632269623	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,683865189  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Outros</i>	
		<i>Poupança</i>
Média	-0,058033424	0,724133333
Variância	3,834971542	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,231923388	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-1,843510215	

P(T<=t) uni-caudal	0,04006219
t crítico uni-caudal	1,325340691
P(T<=t) bi-caudal	0,080124379
t crítico bi-caudal	1,724718004

P (T < ou = t)	0,95993781
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações</i>	<i>Outros Com</i>
	<i>Alavancagem</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,414547229	0,724133333
Variância	22,65887735	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,146718533	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,298607505	
P(T<=t) uni-caudal	0,384159978	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,768319957	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t)	0,615840022
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Setoriais</i>	<i>Poupança</i>
	<i>Energia</i>	
Média	-0,691839467	0,724133333
Variância	70,60168781	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,248629361	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,773710411	
P(T<=t) uni-caudal	0,224075779	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,448151557	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t)	0,775924221
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Ações Setoriais</i>	<i>Poupança</i>
	<i>Telecomunicações</i>	
Média	-1,183376548	0,724133333

Variância	120,6877211	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,025132227	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	-0,795795973	
P(T<=t) uni-caudal	0,217747379	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,435494758	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,782252621  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Balancedos</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,087539057	0,724133333
Variância	2,149900068	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,379339989	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	1,154144043	
P(T<=t) uni-caudal	0,131023309	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,262046617	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,131023309  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Multimercados Com</i>	
	<i>RV</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,468004729	0,724133333
Variância	1,988793037	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,388466416	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	2,458850485	
P(T<=t) uni-caudal	0,011588952	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,023177904	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,011588952  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

<i>Multimercados Com</i>		
	<i>RV Com</i>	
	<i>Alavancagem</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,972810119	0,724133333
Variância	3,236950374	0,00419964
Observações	21	21
Correlação de Pearson	0,08372313	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	20	
Stat t	3,188027544	
P(T<=t) uni-caudal	0,002310361	
t crítico uni-caudal	1,325340691	
P(T<=t) bi-caudal	0,004620722	
t crítico bi-caudal	1,724718004	

P (T < ou = t) 0,002310361  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Capital Protegido</i>	<i>Poupança</i>
Média	0,61623105	0,72757
Variância	4,82885876	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,163946531	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	-0,227588823	
P(T<=t) uni-caudal	0,411198512	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,822397025	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,588801488  
 Significativamente maior que zero?  
 Significância = 10% Não-significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

<i>Multimercados Sem</i>		
	<i>RV</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,716726365	0,72757
Variância	1,010069328	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,315339381	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	4,483793876	
P(T<=t) uni-caudal	0,000127185	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,000254371	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,000127185  
 Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Multimercados Sem</i>	
	<i>RV Com</i>	
	<i>Alavancagem</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,816404425	0,72757
Variância	5,501713481	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,037525938	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	2,077361053	
P(T<=t) uni-caudal	0,025785451	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,051570901	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,025785451

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Referenciado</i>	
	<i>Câmbio</i>	<i>Poupança</i>
Média	3,089146535	0,72757
Variância	35,75877466	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,0634869	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	1,767250013	
P(T<=t) uni-caudal	0,046622443	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	0,093244887	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 0,046622443

Significativamente maior que zero?

Significância = 10%

Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Referenciado DI</i>	
	<i>Poupança</i>	
Média	1,38557246	0,72757
Variância	0,086961266	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,557486255	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	11,12901783	
P(T<=t) uni-caudal	4,57448E-10	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	9,14896E-10	

t crítico bi-caudal 1,729131327

P (T < ou = t) 4,57448E-10  
Significativamente maior que zero?  
Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Referenciado</i>	
	<i>Outros</i>	<i>Poupança</i>
Média	2,05875016	0,72757
Variância	1,238261811	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,26453811	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	5,424470373	
P(T<=t) uni-caudal	1,55408E-05	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	3,10816E-05	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 1,55408E-05  
Significativamente maior que zero?  
Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Renda Fixa</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,335221235	0,72757
Variância	0,139427916	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,477482049	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	7,825540937	
P(T<=t) uni-caudal	1,16085E-07	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	2,3217E-07	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T < ou = t) 1,16085E-07  
Significativamente maior que zero?  
Significância = 10% Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Renda Fixa Com</i>	
	<i>Alavancagem</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,518344905	0,72757
Variância	0,215485969	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,653137746	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	8,323089135	

P(T<=t) uni-caudal	4,63121E-08
t crítico uni-caudal	1,327728114
P(T<=t) bi-caudal	9,26242E-08
t crítico bi-caudal	1,729131327

P (T< ou = t)	4,63121E-08
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Renda Fixa Crédito</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,41703145	0,72757
Variância	0,050055097	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,665062364	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	16,47616787	
P(T<=t) uni-caudal	5,22222E-13	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	1,04444E-12	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T< ou = t)	5,22222E-13
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Significativo

Teste-t: duas amostras em par para médias

	<i>Renda Fixa Multi-Índices</i>	<i>Poupança</i>
Média	1,42348128	0,72757
Variância	0,414700396	0,004159596
Observações	20	20
Correlação de Pearson	0,349300496	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	19	
Stat t	4,984514603	
P(T<=t) uni-caudal	4,11488E-05	
t crítico uni-caudal	1,327728114	
P(T<=t) bi-caudal	8,22976E-05	
t crítico bi-caudal	1,729131327	

P (T< ou = t)	4,11488E-05
Significativamente maior que zero?	
Significância = 10%	Significativo