

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
Instituto de Economia e Relações Internacionais – IERI

Análise do Ajuste de Portfólio dos Fundos de Investimento de 2000 a 2021

Orientadora: Vanessa Petrelli Corrêa

Orientando: Fábio Augusto Santos da Silva
(Matrícula 11721ECO033)

Uberlândia

2023

Resumo

Este trabalho pretende apresentar as principais características e diferenças entre as classes de um segmento importante do mercado financeiro brasileiro, os fundos de investimento, qual será descrito todo seu conceito e origem. As premissas estão organizadas da seguinte forma: capítulo 1 compreende sobre a institucionalidade do setor de fundos de investimentos no Brasil, apresenta sua regulação e forma de organização; capítulo 2 demonstra a evolução dos fundos de investimento no período de 2000 a 2021, através da dinâmica econômica do país, por meio da macroeconomia, analisa o patrimônio líquido e das captações dos fundos, além das aplicações durante o tempo, por fim, a conclusão dos fatos aplicados.

Palavras-chave: captação líquida, dívida pública, fundos de cota, fundos de investimento, inflação, patrimônio líquido, regulação financeira, rentabilidade, taxa selic;

Abstract

This work intends to present the main characteristics and differences between the classes of an important segment of the Brazilian financial market, the investment funds, which will describe its entire concept and origin. The assumptions are organized as follows: chapter 1 deals with the institutional framework of the investment fund sector in Brazil, presents its regulation and form of organization; chapter 2 demonstrates the evolution of investment funds in the period from 2000 to 2021, through the country's economic dynamics, through macroeconomics, analyzes the net worth and funding of funds, in addition to investments over time, finally, the conclusion applied facts.

Keywords: net funding, public debt, quota funds, investment funds, inflation, equity, financial regulation, profitability, selic rate;

Sumário

Introdução	5
1.CAPÍTULO I - ESPECIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E REGULAÇÃO NO BRASIL	9
1.1. Conceito	9
1.2. Criação no Brasil	11
1.3. Especificação / Tipos de Fundos de Investimento	16
1.4. Evolução agregada dos Fundos de Investimento entre 2003 e 2021 e concentração de gestores	19
2.CAPÍTULO II - EVOLUÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO INTERREGNO 2003-2021	25
2.1. Dinâmica macroeconômica e movimento da taxa Selic, câmbio e crescimento econômico	27
(i) 2003 a Terceiro Trimestre de 2008: crescimento, valorização cambial e queda nos juros	30
(ii) Final de 2008 a primeiro trimestre de 2009: Aprofundamento da Crise de Subprime, desvalorização do câmbio e aumento dos juros.....	30
(iii) Segundo trimestre de 2009 a final de 2011: crescimento dos juros e valorização do câmbio	31
(iv) Setembro de 2011 a abril de 2013: choque de custos e queda dos juros mesmo em situação de pressão inflacionária com valorização do câmbio.....	31
(v) Segundo trimestre de 2013 a 2015: desvalorização do câmbio, queda do crescimento, pressões inflacionárias e reajuste de preços administrados	32
(vi) 2016 a 2021: Desaceleração e voo de galinha – a mudança do modelo de crescimento e a entronização do controle de gastos.....	33
2.2. Análise da evolução do patrimônio líquido e das captações líquidas dos Fundos de Investimento por tipos.....	34
(i) 2003 a 2008 crescimento com queda da taxa de juros e final de 2008 início de 2009 desaceleração e aumento dos juros	37
(ii) O período segundo trimestre de 2009 a final de 2011.....	38
(iii) Setembro de 2011 a abril de 2013: choque de custos e queda dos juros mesmo em situação de pressão inflacionária com valorização do câmbio.....	39
(iv) Segundo trimestre de 2013 a 2015: desvalorização do câmbio, queda do crescimento, pressões inflacionárias e reajuste de preços administrados	40
(v) 2016-2019 – Desaceleração e voo de galinha – a mudança do modelo de crescimento e a entronização do controle de gastos.....	41
(vi) 2020 a 2022 – crise da Covid e a situação imediatamente posterior: o forte crescimento da inflação.....	42
2.3. Análise das aplicações dos fundos de investimento	44

Considerações Finais	50
Referências Bibliográficas	54

Índice de Figuras

Quadros

Quadro 1: Categorias de Fundos Reguladores pela Instrução CVM no 409/2004	18
Quadro 2: Distribuição do Patrimônio Líquido por Instituição Administradora de Fundos de Investimentos (jul./2014).....	24

Tabela

Tabela 1: Patrimônio Líquido R\$ milhões Correntes por Classe ANBIMA - Fundo de Investimento	36
--	----

Gráficos

Gráfico 1: Patrimônio Líquido Total Período em R\$ Milhões Constantes - Fundo de Investimento e Fundo de Cota.....	20
Gráfico 2 (a) Número de Fundos: Fundos de Investimento Simples (FI) e Fundos de Investimento em Cotas (2002-2008)	21
Gráfico 2 (b) Número de Fundos: Fundos de Investimento Simples (FI) e Fundos de Investimento em Cotas (2009-2013)	21
Gráfico 2 (c) Número de Fundos: Fundos de Investimento simples (FI) e fundos de Investimento em cotas (2014-jan 2022)	21
Gráfico 3: Número de Fundos das 4 Maiores Classes em Número.....	23
Gráfico 4: PIB – De Mercado – Dados Trimestrais para Taxa AA em 4 Trimestres por Porcentagem	27
Gráfico 5: Taxa de Câmbio R\$/US\$.....	28
Gráfico 6: Inflação – IPCA.....	28
Gráfico 7: Taxa de Juros Selic Mensal Anualizada.....	29
Gráfico 8: Patrimônio líquido - Valores Constantes	36
Gráfico 9: Captação Líquida Fundos de Investimento por classe- R\$ milhões Correntes – Acumulados no Ano Até a Data –	37
Gráfico 10: Industria de Fundos de Investimentos: Captação Líquida Anual (Volume em Bilhões).....	43
Gráfico 11 (a): Fundos de Investimento: Patrimônio líquido por Ativo em R\$ milhões correntes.....	44
Gráfico 11 (b): Fundos de Investimento: Patrimônio líquido por Ativo em R\$ milhões correntes.....	45

Gráfico 11 (c): Fundos de Investimento: Patrimônio líquido por Ativo em R\$ milhões correntes.....45

Introdução

Quando analisamos o mercado financeiro de um país, consideramos o mercado de crédito e de capitais, sendo que tomadores de recursos e aplicadores se relacionam. As aplicações financeiras envolvem a compra de títulos de dívida e títulos de propriedade. As ações são títulos de propriedade, negociados em mercado primário ou secundário e são títulos de renda variável, pois o seu rendimento está atrelado à distribuição do lucro da empresa e não a qualquer valor pré-fixado ou indexador. Paralelamente, os títulos de dívida envolvem o pagamento de um rendimento e são amortizados no final do prazo de vigência. Podem também ser títulos de renda variável, caso o rendimento esteja vinculado ao lucro da empresa emissora ou títulos de renda fixa, quando o rendimento está ligado ao indexador (câmbio, inflação, taxa básica) ou valor pré-fixado.

Dentre os emissores de títulos negociados no país eles podem ser o próprio Governo (título da dívida interna negociados em mercado monetário) e empresas. De outra parte, dentre os compradores estão as empresas, as famílias, agentes estrangeiros, os investidores institucionais. Esses últimos são investidores que captam recursos de terceiros e fazem aplicações com os recursos arrecadados. Os investidores institucionais cresceram sobremaneira no mundo, especialmente a partir da década de 1990, quando cresceu e se diversificou o número de operações com títulos, além de ter avançado o processo de abertura financeira.

Os investidores institucionais são as Companhias seguradoras, os Fundos de Pensão e os Fundos de Investimento (ou fundos mútuos) e no Brasil esses últimos aparecem como agentes centrais na compra de títulos no mercado financeiro nacional. Nos últimos 20 anos temos visto a forte expansão do Patrimônio Líquido desses fundos, mas também temos visto uma movimentação contínua de aplicações de um tipo de fundo para outro, a depender da conjuntura. Eles, em geral, são agentes que buscam uma rápida rentabilidade de curto prazo como forma de atrair aplicadores. Eles captam recursos das famílias com recursos limitados para fazerem aplicações financeiras (segmento de varejo) e também de investidores de maior porte (como fundos de investimento que compram cotas de fundos de investimento).

Do ponto de vista do investidor, a aplicação por meio de fundos de investimento permite diversificar riscos, sendo que uma das questões importantes é a de que o pequeno aplicador tem pouco acesso à diversificação de ativos. Uma das limitações, por exemplo é a de que existem aplicações que exigem volumes mínimos. Além do mais a mudança

de cenário de conjuntura pode exigir uma mudança de estratégia de aplicação, que não é acessível ao pequeno aplicador, por não ter expertise para tal. Outra vantagem seria a possibilidade de os gestores de fundos adquirirem títulos a preços mais baixos, pois os fundos compram em grandes quantidades de volumes de ativos, o que aumenta o poder de negociação. Além dessas vantagens, o condomínio do fundo de investimento permite a compra de títulos envolvendo compartilhamento de custos. Outra vantagem central é a liquidez da aplicação em fundos, já que o cotista pode, via de regra, sair desse condomínio de aplicação quando desejar.

A dinâmica de avanço dos Fundos de Investimento tem sido um fenômeno mundial nos países que têm mercados financeiros complexos como o brasileiro, que negociam diferentes perfis de títulos, com diversos indexadores, além de terem um mercado acionário dinâmico. No caso o Brasil, ademais, também avançou as operações em mercados de derivativos (futuros, opções, operação swap).

Especificamente no Brasil, tanto o segmento de varejo quanto o corporativo cresceu sobremaneira, destacando-se também o avanço do aparato regulatório. Ainda assim, o que é possível observar é que os fundos não têm contribuído para o alongamento de prazos no mercado financeiro brasileiro. A sua lógica de aplicação é altamente volátil, não contribuindo para um financiamento mais estável para as empresas. Para se ter ideia, o volume de debêntures na carteira dos fundos de investimento representa pouco mais de 4% do patrimônio líquido total da indústria e 15% do estoque de debêntures. Por um lado, se é verdade que dentre as explicações para a pequena parcela de títulos corporativos na carteira dos fundos, está a restrição da oferta, de outro lado não parece ser essa a causa central. Um dos fatores importantes que queremos abordar no presente trabalho é o de que grande parte das aplicações dos fundos se dirige a títulos de renda fixa de emissão do Governo e bancária, de alta liquidez e que oferecem uma boa rentabilidade.

A partir daí, o objetivo desse trabalho é o de analisar a trajetória dos Fundos de Investimento brasileiros a partir de 2002 e até 2021, sendo que o objetivo é o de mostrar a lógica de baixo risco e de rentabilidade segura que domina os aplicadores no país. Outro elemento dentro disso é a possibilidade de mostrar a relação entre a política monetária do Banco Central e as aplicações dos fundos de investimento, sendo também possível destacar a relação entre os Fundos de Investimentos e os bancos na negociação de títulos públicos. Assim o trabalho tem por objetivo analisar o movimento do balanço dos fundos

de Investimento, observando o movimento do Patrimônio líquido (no Passivo) e das aplicações (no Ativo) e no caso dessas últimas, destacando o movimento das operações compromissadas, para mostrar a forma pela qual os Fundos de Investimento se relacionam com os Bancos Privados e com o Banco Central, e como as operações com títulos públicos são fontes de ganhos altos e seguros, assim, se segue as hipóteses de Corrêa (2017) quanto a essa articulação.

Queremos destacar que uma das especificidades do Brasil é a forte rentabilidade dos fundos de renda fixa e com baixo risco, sendo que queremos demonstrar sua contínua rentabilidade e a rápida reestruturação que esse mercado apresenta quando a conjuntura muda de estável e expansionista para instável e recessiva.

Para que se tenha ideia da importância do setor de Fundos de Investimento no Brasil, destaca-se que o total de recursos que eles administram equivalem ao montante de crédito da economia. Em nível internacional o Brasil estava na sétima colocação mundial em termos de ativos geridos pelo setor, em 2014 e estava em primeiro lugar entre os chamados “países emergentes”¹.

Um dos destaques importantes é o de que os Fundos de Investimento brasileiros têm apresentado uma performance diferenciada no que se refere à sua rentabilidade, mesmo em períodos de desaceleração da economia brasileira. Há diferenças importantes entre esses fundos, que vão desde os menos arriscados (aplicando em títulos de renda fixa ligados à dívida pública interna), quanto dos mais arriscados (que envolvem a compra de ações, de operações com derivativos e aplicações em renda fixa privada).

Ainda que esses últimos tenham se expandido muito ao longo dos anos 2000, os fundos menos arriscados continuam concentrando grande parte dos recursos. O estudo da especificidade dessas aplicações se justifica por que há uma “funcionalidade” entre as aplicações em títulos de renda fixa do Governo e ganhos de baixo risco, o que afeta o perfil da “indústria de fundos” no Brasil, em termos da distribuição de suas diferentes modalidades (curto prazo, referenciado DI, Renda Fixa, Multimercado, cambial, ações, participações, off shore, outros¹). Então uma questão central no que se refere ao estudo dos Fundos de Investimento o seu papel no mercado de renda fixa, com especial destaque para a compra/venda de papéis vinculados à dívida pública mobiliária federal

¹ Segundo a International Investment funds association

interna. Essa participação chegou a 29,7% entre 2003 e 2013, caindo para ainda expressivos 20,3% em 2014. Note-se que os Fundos de Previdência também são importantes agentes na compra e venda desses papéis.

A nossa perspectiva, conforme anunciado anteriormente é a de mostras, seguindo as indicações de CORRÊA (2017), que a lógica dos aplicadores em fundos de investimento no país é a de buscar lucratividade, mas mantendo-se a perspectiva de liquidez e que a busca é por contínua realocação quando muda a conjuntura. Uma das características centrais do mercado financeiro brasileiro é a de que os títulos públicos da dívida interna, além de serem altamente seguros e apresentarem um mercado secundário dinâmico, têm também a característica de apresentarem uma alta rentabilidade. Ou seja; eles agregam SEGURANÇA E RENTABILIDADE.

Nesses termos a busca por esses títulos é contínua muito alta. Quando os Bancos e/ou os Fundos, eventualmente rejeitam esse tipo de título, há ainda a possibilidade de efetuar operações compromissadas com o Banco Central, que paga a SELIC. Segundo CORRÊA (2017), nos momentos de estabilidade a tendência é a de que os agentes relaxem a busca pela alta liquidez e possam se dirigir a aplicações alternativas. Mesmo assim, continuam mantendo uma parte de suas aplicações em títulos da dívida pública seguros. Nos momentos de queda da taxa de juros básica há uma migração de títulos da dívida interna para aplicações que rendam mais, especialmente as de renda variável, mas também sempre tendendo-se a manter uma parte aplicada em títulos da dívida interna . A hipótese é de que os Fundos de Investimento se comportem com essa lógica.

Considerando o objetivo do trabalho, para além dessa breve introdução, na primeira parte do trabalho apresentaremos a definição dos Fundos de Investimento e citaremos os diferentes tipos de fundos que compõem esse mercado. Na segunda parte, analisaremos a evolução agregada do patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento nos anos 2000 e proporemos uma periodicidade para analisar a lógica das aplicações, considerando o movimento conjuntural do PIB, do câmbio e dos juros. Na terceira parte, por fim, analisaremos a evolução do Patrimônio Líquido dos fundos por tipo, considerando a periodicidade construída e observando o movimento das captações de cada tipo de fundo nos interregnos. Encerraremos essa terceira parte analisando os principais ativos comprados pela indústria de fundos no período 2003-2021.

Por fim, encerraremos o trabalho com considerações finais.

CAPÍTULO I

ESPECIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E REGULAÇÃO NO BRASIL

1.1. Conceito.

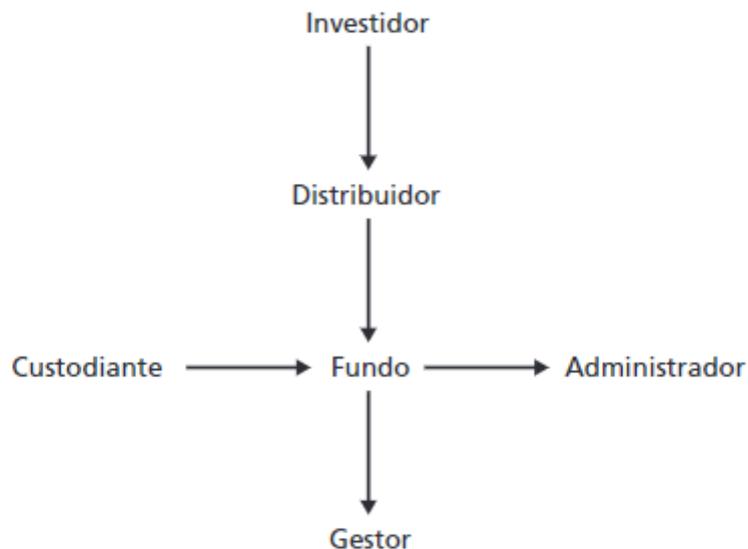
Retomando o que já foi indicado no início desse trabalho, fundos de investimento são instituições que captam recursos de terceiros (que farão parte do Patrimônio Líquido do mesmo) e a partir desses recursos efetivam aplicações financeiras. Quem aporta recursos aos fundos são aplicadores em busca de rentabilidade. Ao aportar recursos eles se transformam em cotistas do Fundo de Investimento, que se configura como um condomínio. Quem dirige e toma as decisões é o grupo gestor, sendo que os cotistas não têm o poder de definir o direcionamento de recursos.

Portanto, o que são fundos de investimentos? Com base em Ferreira (2014)², é um agente econômico a partir do qual, diversas pessoas de forma simultânea, aplicam recursos, com intuito de aumentarem seu capital de forma significativa, para assim, desfrutarem da rentabilidade destas aplicações. Por tanto, é uma ferramenta a partir da qual várias pessoas investem seu dinheiro em conjunto, e cada pessoa aplica um valor o qual não é necessariamente a mesma quantidade. Um especialista, denominado como administrador do fundo, unifica e toma conta desse capital total, se responsabilizando pelo modo de como será aplicado, objetivando a máxima rentabilidade dos rendimentos possíveis, considerando as regras da legislação estabelecida pelo mercado financeiro aonde esse fundo atua.

Conforme já destacado, os fundos são organizados sob forma de condomínio, e o seu patrimônio é dividido em cotas, sendo seu valor calculado diariamente pela divisão do patrimônio líquido pela quantidade de cotas do fundo. Por sua vez, o patrimônio líquido é calculado subtraindo-se as obrigações do fundo da soma do valor e do valor em dinheiro de todos os títulos, incluindo aqueles relacionados à sua gestão.

² FERREIRA (2014).

Estrutura típica de um fundo de investimentos



Fonte: Anbima (vários anos).

- O investidor é o dono da riqueza a ser utilizada, são divididos pela Anbima, como: Investidores Institucionais; Varejo; Varejo Alta Renda; Private; Corporate; Poder Público; Investidor Estrangeiro
- Os distribuidores são responsáveis pela captação de recursos junto aos investidores, ou seja, são responsáveis pela venda das cotas dos fundos de investimento e se tornam o elo entre os administradores e os acionistas. O distribuidor pode ser o próprio administrador ou terceiro por ele contratado.
- O administrador pode manter todas as atividades que está autorizado a realizar, exceto auditorias. Com o dever de manter o funcionamento do fundo, controlando todos os prestadores de serviços, e tem a tarefa de defender os interesses dos cotistas
- A função de administrador pode ser delegada pelo administrador a um terceiro autorizado para gerenciar o portfólio. É responsável pela compra e venda de ativos (gestão) do fundo de acordo com as políticas de investimento estabelecidas em regulamento. Na prática, ele é quem toma as decisões de distribuição de riqueza para fundos de investimento.
- A custódia dos ativos do fundo é da custódia da custódia, podendo ser especificada no regulamento ou confiada pelo gestor, responsável pela custódia dos dados, e enviar informações sobre o fundo ao gestor e ao gesto.

No entanto é viável destacar que todos os agentes envolvidos no funcionamento dos fundos de investimentos, deve, ser autorizados pela CVM, a qual é a organizadora que inclui um auditor, para exercer a função independente e obrigatória, este também é necessária ser autorizado pela CVM para atuar em tal função.

Uma das características das operações de fundo de investimento no Brasil que comentaremos ao longo da monografia é o fato de que uma pequena porcentagem de fundos detém a maioria das aplicações, e isso pode ser visto pela análise do patrimônio líquido dos mesmos.

1.2. Criação no Brasil

Antes da década de 1960, os brasileiros aplicavam principalmente em ativos físicos (imóveis) e evitavam aplicar em títulos públicos ou privados. Além do crescente ambiente econômico inflacionário - principalmente a partir do final dos anos 1950 - existia uma legislação que limita a taxa máxima de juros a 12% ao ano, a chamada “lei da usura”, que também afetava, em parte, o desenvolvimento do mercado de capitais. Também na década de 1950 apareceram os primeiros Fundos de Investimento, mas eles não prosperaram. Quando o governo de João Goulart assumiu em abril de 1964 começou a implementar um grande plano de reforma econômica nacional, essa situação começou a mudar, incluindo a reorganização do mercado financeiro nacional, sendo que várias novas leis foram promulgadas.

Dessa forma, a partir da década de 1960, várias modificações ocorreram no mercado financeiro do país, e geraram as bases do que existe hoje. Destacamos, por exemplo, a transformação dos corretores de fundo públicos em Sociedades Corretoras; a reforma na Bolsa de Valores; o desenvolvimento de uma série de incentivos para o avanço da bolsa de valores, a reestruturação do mercado de crédito, definindo-se captações compulsórias que se dirigiram principalmente a banco públicos, que efetuariam a parte de financiamento de longo prazo. Destacam-se o FGTS; o PIS/PASEP, as exigibilidades sobre os depósitos à vista que possibilitaram, o *funding*, respectivamente: da construção civil via BNH; do financiamento do Investimento via BNDE, do financiamento à agricultura via Banco do Brasil. No entanto, note-se que no caso dos bancos privados a lógica do crédito permaneceu no curto prazo.

No caso da Bolsa de Valores, foram introduzidos alguns incentivos ao investimento em bolsa, entre os quais destacamos os “fundos 157”, criados pelo Decreto nº 157, de 2 de outubro de 1967. Fundos cuja opção era a de utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador. Ou seja; através de incentivos houve a tentativa de influir no avanço da bolsa de valores. No entanto, mesmo considerando esses incentivos a bolsa brasileira ainda continuou restrita por muitos anos. Na verdade, o avanço da bolsa de valores do país deu-se principalmente através da abertura de capital de empresas estatais como a Petrobrás, a Vale do Rio Doce, o Banco do Brasil. Uma das características de nosso mercado era a de que no caso das empresas privadas abertas em bolsa dominava a estrutura de que um grupo dominava a empresa sendo o dono de grande parte das ações. Ou seja; havia pouca pulverização. Ademais, grande parte das empresas não abria capital em bolsa, conseguindo recursos via BNDES.

No bojo dessas mudanças institucionais é que a legislação relativa a Fundos de Investimentos passou a ser detalhada. A Lei nº 4.728 de 1965, denominada lei do Mercado de Capitais deu início à regulamentação dos fundos. No intuito de fomentar as empresas no Brasil, em 1967, o Decreto-Lei 157 passou a permitir pessoas físicas (e, inicialmente, também às pessoas jurídicas) a aplicar uma fração do imposto de renda devido em fundos mútuos fiscais, conhecidos como fundos 157. Estes seriam administrados por bancos de investimento, corretoras ou financeiras, e os recursos deveriam ser majoritariamente investidos em ações ou em debêntures conversíveis.

Destaque-se que, como mencionado, esses Fundos 157 foram criados com o objetivo de direcionar os seus recursos para novas ações. Ademais, eles ganharam mais liberdade em março de 1967, através da Resolução nº 49 do Banco Central do Brasil, ao serem autorizados a comprar ações em bolsa, até o limite de 10% dos seus recursos e em julho de 1967 (Resolução nº 60 do Banco Central do Brasil) foi permitido que os fundos aplicassem 1/3 de seus recursos no mercado secundário. Depois disso, em 1970, pela Resolução nº 145 do Banco Central do Brasil, surgiu uma regulamentação mais específica relativa aos Fundos de Investimento em que ficava definido que os fundos de investimentos são condomínios que tem como intuito reunir recursos de vários investidores por meio da emissão de títulos próprios, objetivando adquirir ativos em

conjunto. Pela Resolução nº 145 também foram definidas as instituições aptas a exercer administração de fundos mútuos: Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras.

A partir dessas regulações, vários fundos mútuos foram criados e em 1969 o país contava com 43 fundos, em 1971 eles chegaram a 121. A criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 7 de dezembro de 1976 com a Lei nº 6.385, foi outro movimento importante, na medida que essa nova instituição passou a ter o objetivo de normatizar e fiscalizar e disciplinar a atuação dos integrantes do mercado.

Para além da regulação normativa relativa aos Fundos de Investimento, um elemento importante do mercado financeiro brasileiro é o de que, também na década de 1960, foram criados os títulos públicos pós fixados (ao câmbio ou à inflação), que destravou o mercado de títulos públicos. Agentes econômicos começaram a comprar fortemente títulos públicos que garantiam juros mais a correção monetária. Os bancos passaram a ser grandes compradores. A correção monetária passou a ser utilizada indiscriminadamente como fator de correção pós-fixada, mesmo para aplicações de curto prazo. Ou seja: para aplicações financeiras de curto prazo garantia-se a CORREÇÃO PELA INFLAÇÃO MAIS JUROS aos aplicadores, sem risco, enquanto que os salários não eram corrigidos e as mercadorias vendidas dependiam da demanda e do jogo competitivo. O ganho inflacionário constante passou a moldar o perfil do mercado financeiro e houve forte expansão do mercado de crédito, com os bancos captando depósitos à vista sem remuneração e aplicando em títulos públicos, sem risco e que rendiam a inflação e juros (que eles não pagavam na captação). Esse perfil está na fonte da lógica de curto prazo sem risco das aplicações financeiras no Brasil³ e, no vaso dos Fundos de Investimento, eles passam a ser grandes compradores de títulos da dívida interna do Governo, de baixo risco, com rentabilidade garantida.

Ainda relativamente aos Fundos, depois da regulação inicial descrita acima, as normas referentes aos mesmos passaram a serem regidas pela Circular de Nº 2616 de Setembro de 1995 do BCB e pela Instrução de nº302 da CVM de maio de 1999. Note-se que havia uma divisão na regulação, e isso durou até 2004, quando foi efetivada uma nova regulação, centralizando a regulação dos fundos de investimento no Brasil, sendo essa a

³ CORRÊA, Vanessa Petrelli (2017).

regulação vigente até hoje. Essa nova regulação foi implantada em 18 de agosto de 2004, pela Instrução nº 409. Nessa instrução da CVM define fundos de investimento como uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

Ademais, a Instrução CVM 409/04, explicita os direitos e deveres dos gestores, administradores e cotistas dos fundos de investimento, no intuito de tornar mais claro para os investidores quais são os riscos e custos que eles podem incorrer ao investir em um fundo. Além da obrigação de informar características como custos e riscos, as instituições responsáveis pela administração dos fundos precisam classificar seus fundos em categorias de acordo com o art. 92 da Instrução CVM 409/04: Curto Prazo; Referenciado; Renda Fixa; Ações; Cambial; de Dívida Externa; e Multimercado. Estas serão as principais classes tratadas neste trabalho, as demais categorias não reguladas pela Instrução CVM N°409/04, apesar de serem reguladas pela CVM, são menos expressivas em termos de patrimônio.

De fato, em seu parágrafo único do artigo 1º, a instrução CVM 409 lista as categorias de fundos que estarão sujeitas a regulação própria e não regidos pela nova regulação. Aí ficam explicitadas as categorias desses Fundos: Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional, Fundos Mútuos de Privatização – FGTS, Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro, Fundos de Conversão, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro, Fundos Mútuos de Ações Incentivadas, Fundos de Investimento Cultural e Artístico, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras, Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI, e Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não-Padronizados.

Isto posto, outra regulação importante refere-se à abertura financeira da década de 1990. De fato, embora o mercado de capitais brasileiro representado pelo Decreto nº 1.401 / 76 tenha experiência pioneira na atração de investimentos estrangeiros, o processo de internacionalização do mercado atingiu o país no final da década de 1980, que foi seu marco inicial.

Desde meados da década de 1990, com a aceleração da abertura econômica do Brasil, aumentou o número de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras passaram a listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na Bolsa de Valores de Nova York, ingressando no mercado externo na forma de ADR's-American Depositary Receipts, com o objetivo de capitalizá-las por meio de emissão de títulos no exterior. Nesse caso, a Bovespa criou o Novo Mercado como parte especial para listar as ações de empresas que se comprometem voluntariamente com a adoção de boas práticas de governança corporativa.

Assim, desde o processo de Abertura Financeira ficou permitido que Residentes apliquem e captem recursos no exterior e também indiretamente via ADRs negociem ações de empresas brasileiras no exterior e que estrangeiros apliquem recursos no Brasil. A regulação passa a permitir que investidores institucionais do exterior apliquem no Brasil e que estrangeiros apliquem em fundos de investimento no Brasil.

Considerando a evolução dos Fundos de Investimento, desde os anos 2000 observamos uma contínua expansão da atuação dos Fundos de Investimento no Brasil, desde os mais conservadores (que operam essencialmente com títulos públicos) até os mais arriscados (que envolvem aplicações em renda variável e com derivativos) e uma especificidade importante no caso dessa indústria no Brasil é a forte concentração de recursos em poucos *players*. Essa expansão envolve também o crescimento da rentabilidade desses títulos ao longo dos anos 2000, performance que permanece mesmo em períodos de desaceleração, sendo que se destaca a forte concentração das aplicações nos Fundos De Renda Fixa e Referenciados DI (50% do total em 2014), que são fundos mais seguros. Outro ponto que vêm os Fundos Multimercados, que exigem decisões de aplicação mais arriscadas, mas a sua participação vem decaindo desde então e um destaque adicional vai para o crescimento paulatino da participação dos “Fundos de Participação – FIP – e de “outros” (FII e FIDC). Assim, questionando quanto à

especificidade da operação dos fundos de Investimento, mostrando a “funcionalidade” existente entre a institucionalidade da política monetária do Banco Central do Brasil e os ganhos privados com baixo risco dos fundos de Investimento em sua relação com os Bancos Privados e com o BCB.

1.3 Especificação / Tipos de Fundos de Investimento

Conforme explicitado acima, o agente econômico que aplica em Fundo de Investimento compra uma cota, sendo assim chamado de “cotista do fundo” em questão. A escolha envolve diferentes tipos de fundos, de acordo com a legislação, sendo que abaixo destacamos as características dessa classificação, passando pelos fundos de RENDA FIXA, os de AÇÕES e os MULTIMERCAOS:

- **RENDA FIXA**

Estes são fundos que aplicam os recursos apenas em títulos de renda fixa, que são títulos de dívida cujo rendimento é pré-fixado ou pós-fixado, ligado a um indexador. As principais aplicações são em CDBs, Letras Financeiras (LFs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs), Letras do Crédito Agrícola (LCAs), Tesouro Direto (NTN-B, Tesouro Selic), dentre outras. Tendo em vista o perfil dos títulos, esses fundos são indicados para cotistas com perfil conservador.

Destaque-se que na categoria de títulos de Renda Fixa, podemos ainda destacar uma subclassificação, que são os chamados “FUNDOS DI”.

Os fundos DI, ou referenciados DI, são fundos que aplicam predominantemente em títulos de renda fixa, mais especificamente, em letras do Tesouro Direto, como o Tesouro Selic. Cerca de 95% do patrimônio dos fundos DI são aplicados em letras do Tesouro Selic. Portanto, estamos tratando de um fundo altamente seguro, uma vez que as letras do Tesouro Direto são consideradas, um dos investimentos mais seguros do Brasil.

Além da elevada segurança, praticamente todos os fundos DI oferecem liquidez diária. Portanto, o cotista, quando precisar, pode fazer o resgate dos valores com

tranquilidade, destacando-se então que são aplicações altamente líquidas e as aplicações em “Fundos DI” são uma excelente alternativa para reservas de emergência.⁴

- FUNDO DE AÇÕES

É indicado pra investidores com perfil arrojado, os quais permitem mais riscos, pois aplicar em ações é ver seu capital em constância volatilidade, ou seja, oscilações corriqueiras.

- FUNDOS MULTIMERCADOS

Neste tipo de fundo, o intuito do cotista é diversificar as aplicações, ou seja, tanto em aplicações em renda fixa, como em renda variável (Ações e Cambio). Indicado para investidores que buscam maior equilíbrio em suas aplicações.

- FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS

Conhecidos também por FICs, se refere a uma estratégia aonde os próprios Fundos, irão aplicar seu dinheiro em cotas de outros fundos. Assim, os gestores destes fundos criam carteiras com cotas denominadas de outros fundos.

Essa é uma classificação mais geral e no Brasil, como vimos a definição dos tipos de fundos é definida pela CVM, pela instrução CVM 409/2004, que detalha mais as categorias, sendo que no quadro 1 são listadas as categorias dessa resolução;

⁴ CORRÊA, Vanessa Petrelli (2017).

Quadro 1: Categorias de Fundos Reguladores pela Instrução CVM no 409/2004

Tipo	Descrição
Curto prazo	Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis prefixados, desde que indexados e/ou sintetizados para CDI/Selic; de emissão do Tesouro Nacional (TN) e/ou do Banco Central; e com prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo, sessenta dias. É permitida, também, a realização de operações compromissadas, desde que sejam indexadas à CDI/Selic; lastreadas em títulos do TN ou do BC e com contraparte classificada como baixo risco de crédito.
Referenciado DI	Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações do CDI ou Selic, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio/deságio dos títulos em relação a estes parâmetros de referência.
Renda fixa	Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceitos títulos sintetizados por meio do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.). Devem manter, no mínimo, 80% de sua carteira em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito ou sintetizados, via derivativos, com registro e garantia das câmaras de compensação.
Dívida externa	Fundos que têm como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União. Estes fundos seguem o disposto no Art. 96 da Instrução CVM no 409.
Cambial	Fundos que aplicam pelo menos 80% de sua carteira em ativos – de qualquer espectro de risco de crédito – relacionados diretamente ou sintetizados, via derivativos, à moeda norte-americana ou à europeia. O montante não aplicado em ativos relacionados direta ou indiretamente ao dólar ou ao euro deve ser aplicado somente em títulos e operações de renda fixa (pré ou pós-fixadas a CDI/Selic).
Ações	Definidos a partir do principal fator de risco associado à carteira do fundo, que deverá possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. Nesta categoria, há onze tipos de fundos de ações, cuja estratégia de investimento pode ser o acompanhamento ou a superação do Ibovespa ou do IBrX, ou a opção pelos papéis de empresas setoriais.
Multimercados	Fundos que realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio etc.), definindo as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazos ou explorando oportunidades de ganhos originados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos.
Fundos estruturados	Têm um código normativo próprio. Cada categoria de fundo estruturado está baseada em uma instrução específica da CVM (ICVM 472/2008 para os FIIs, ICVM 356/2001 para os FIDCs e ICVM 391/2003 que para os FIPs).

Fonte: CVM (2004)

Dessa forma, vemos que há diferentes tipos de fundos com diferentes tipos de aplicação. Os gestores dos fundos podem aplicar em títulos de renda fixa, dentre os quais estão os títulos de dívida interna do governo, ou em títulos de dívida variável – as ações. No caso dos relatórios da ANBIMA, que utilizaremos em nosso trabalho, os dados ano a ano agregam os fundos de renda fixa, Referenciado DI e Curto Prazo em uma única categoria denominada RENDA FIXA.

A ANBIMA, também nos apresenta os dados de Patrimônio líquido dos fundos e a evolução das captações. Do lado do Ativo dos balanços dos fundos, nos apresentam as Aplicações realizadas por tipo. Apresenta também os resultados dos fundos em termos de rentabilidade, sendo que esses dados serão analisados nos próximos capítulos.

1.4. Evolução agregada dos Fundos de Investimento entre 2003 e 2021 e concentração de gestores

Considerando a legislação descrita acima, com o decorrer e evolução dos fundos, um novo modelo de aplicação veio a desenvolver, que são os já citados “Fundos de Investimento em Cotas (FICs)”. Estes, vieram como performance de se aplicar os recursos em outros fundos, ao contrário do modelo tradicional. Ou seja; o fundo FIC aplica em cotas de outros fundos. Eles são cotistas de fundos de Investimento.

Por meio de suas experiências os gestores FICs analisam as melhores opções de fundos e aplicam, baseando-se na lucratividade e desempenho de anos ou períodos anteriores. Os resultados destes fundos de cotas com base nos seus gestores têm grande potencial para obter retornos acima da média, porém, seus custos de despesas são altos, pois, são vários gestores para analisar e gerir no que melhor aplicar.

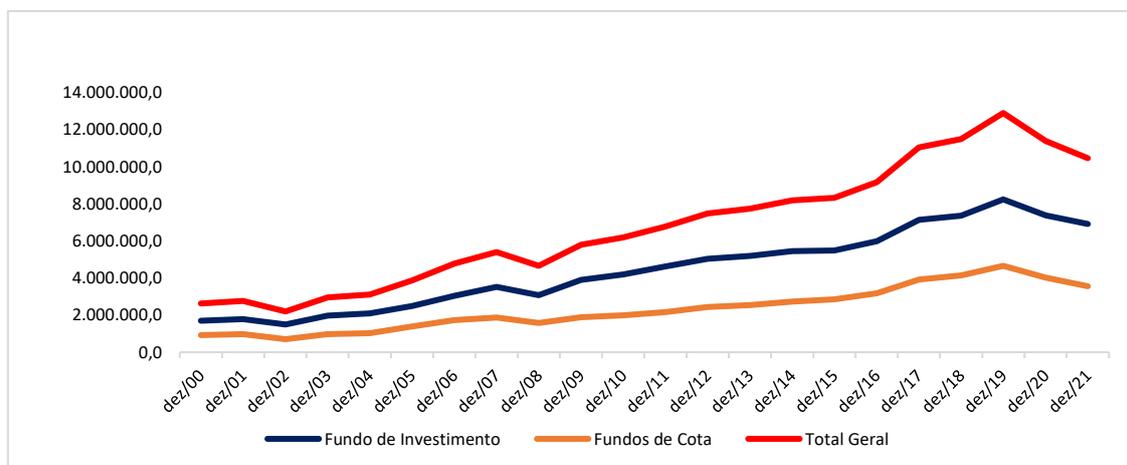
A Comissão de Valores Mobiliários (CMV) regula os fundos de investimentos em cotas, assim, os mesmos podem deter menos de 95% das cotas dos seus ativos principais em cotas de fundos da mesma classe atuante e 5% a outros ativos do mercado, como, renda fixa, CDB, LCI, títulos federais, etc. No fim, os dividendos gerados no final do período investido são distribuídos entre os cotistas na proporção em que cada um investiu.

Deste modo, o Fundo de Investimento (FI) e o Fundo de Investimento em Cota (FIC), além de apresentarem siglas diferentes, as definições também são distintas. Como vimos, o conceito básico dos FIC é investir em outros fundos. Portanto, o FIC aplica seu capital em outros fundos de investimentos, porém sendo da mesmas classe que o mesmo. Por fim, estes fundos podem ser chamados também de FICFI (Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos) até mesmo de “fundos de fundos”.

O total da indústria de Fundos é composto assim pelo somatório dos Fundos simples mais os fundos de cotas.

A seguir, o gráfico 1 confronta o movimento de ambos os fundos em Patrimônio Líquido e ademais apresenta o volume do total do patrimônio líquido de todos os Fundos de Investimento.

Gráfico 1: Patrimônio Líquido Total Período em R\$ Milhões Constantes - Fundo de Investimento e Fundo de Cota



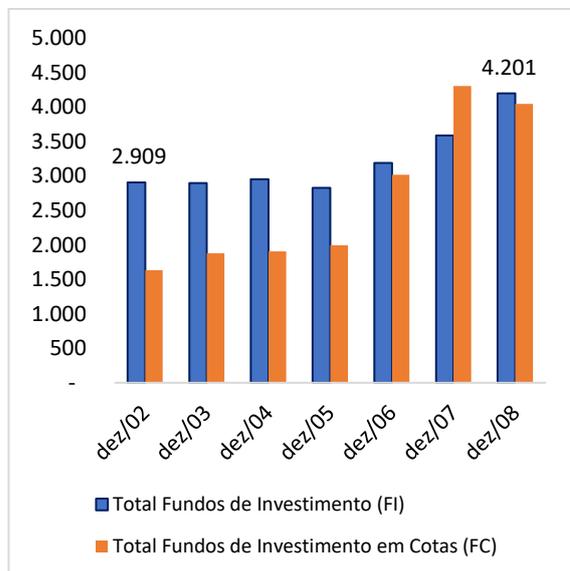
Fonte: ANBIMA

Considerado a trajetória dos Fundos de Investimentos simples (FIs) e dos fundos de investimentos em cotas (FICs) constantes no gráfico 1, é notório que as curvas são extremamente parecidas em seus movimentos, na medida em que os Fundos de Cotas são importantes participantes dos fundos simples, comprando parte importante de suas cotas.

Um dos elementos que a análise do total dos Fundos de Investimento nos mostra é o forte crescimento do Patrimônio Líquido dos mesmos observado depois de dezembro de 2008, movimento que vai até 2015 e depois se observa um novo salto a partir daí e até 2019. Ou seja; desde a política anticíclica adotada pelo Governo Federal face à crise de Subprime e até à eclosão da crise da COVID. Mais à frente analisaremos essa dinâmica pós 2008 com mais detalhe para construir uma periodicidade para a nossa análise, com base em agregados macroeconômicos e também desmembrando os tipos de fundos.

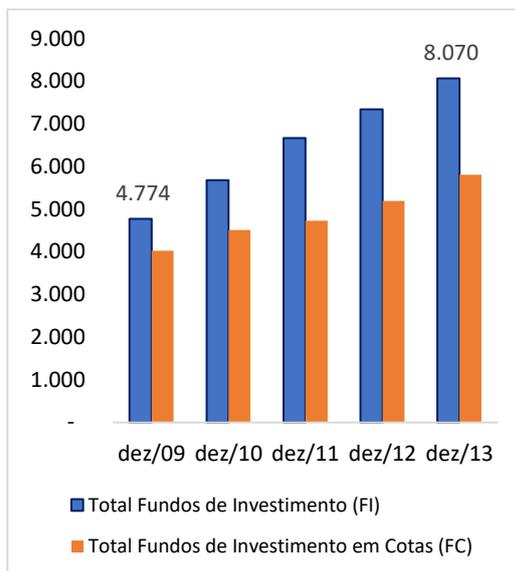
Ainda com relação ao movimento da indústria de Fundos de Investimento em geral, outro dado importante refere-se à evolução do número de fundos de investimentos e de fundos de cotas, no período analisado, sendo que apresentamos esses dados subdivididos em três períodos, que tem a ver com a periodicidade que construiremos para explicar a performance dos fundos de forma mais desagregada no próximo capítulo. O gráfico 2 (a) apresenta os dados de 2002 até o aprofundamento da crise de subprime em 2008. Como veremos mais à frente, é uma fase de crescimento da economia brasileira, contra restada pelo aprofundamento da crise de subprime no terceiro trimestre de 2008. É possível observar o crescimento do número dos FICs depois de 2005, enquanto que os Fundos simples crescem também, mas bem menos.

Gráfico 2 (a) Número de Fundos: Fundos de Investimento Simples (FI) e Fundos de Investimento em Cotas (2002-2008)



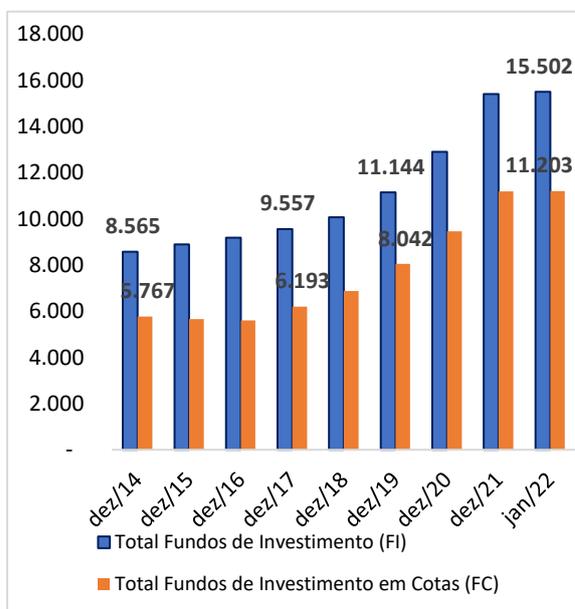
Fonte: ANBIMA

Gráfico 2 (b) Número de Fundos: Fundos de Investimento Simples (FI) e Fundos de Investimento em Cotas (2009-2013)



Fonte: ANBIMA

Gráfico 2 (c) Número de Fundos: Fundos de Investimento simples (FI) e fundos de Investimento em cotas (2014-jan 2022)



Fonte: ANBIMA

É perceptível que em dez de 2002 o número de fundos de investimentos era o dobro em relação a classe de fundos de investimentos em cotas. Porém, com o crescimento dos FIPs entre 2005 e 2007, vemos que no final de 2006 e início de 2007 os dados se invertem e a classe de fundos de investimentos de cotas, ultrapassa a outra classe. É nessa fase que o patrimônio da indústria de fundos dá um primeiro salto como se observou no gráfico 1.

O Gráfico 2 (b) apresenta os números de fundos de dez de 2009, incorporando a retomada do crescimento da economia brasileira no segundo semestre do referido ano por conta da política anticíclica e vai até 2013, quando a dinâmica do crescimento econômico começará a arrefecer.

Esses dados nos mostram que, justamente quando a economia brasileira voltou a crescer em 2009, vemos a expansão mais expressiva do total dos Fundos de Investimento. Note-se que os FIPs continuam crescendo em número, mas com um dinamismo menor. Os Fundos de Investimento Simples voltam a ser maioria em número e voltam a ser dominantes na indústria de Fundos em termos de números.

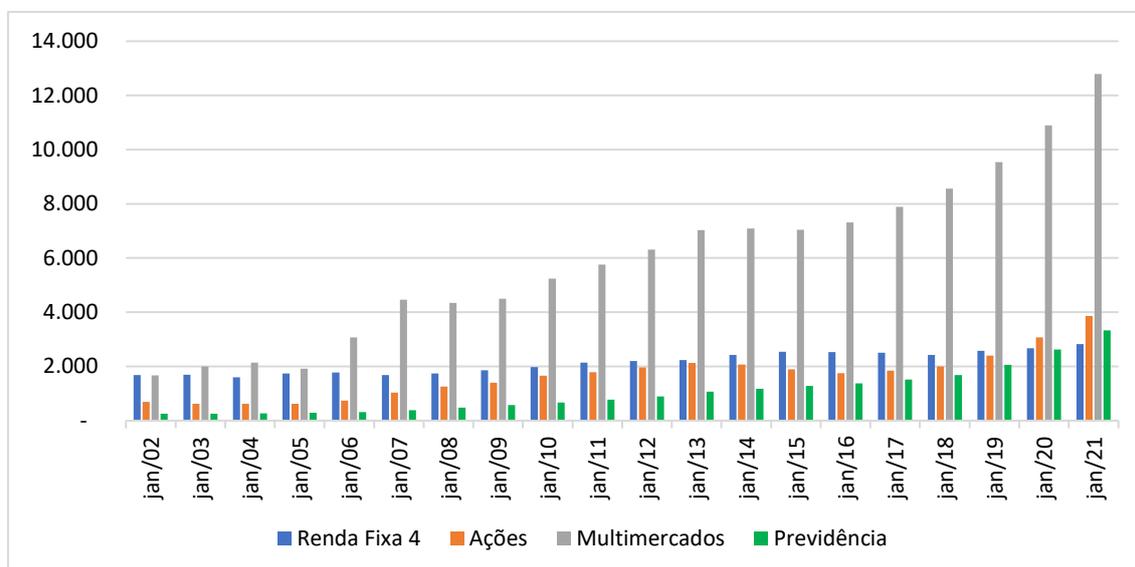
Por outro lado, no gráfico 2 (c), é interessante observar que o crescimento do número de fundos não se expandiu muito nos períodos de desaceleração da economia brasileira em 2015 e 2016, mas que à medida que o país voltou a apresentar crescimento, mesmo que moderado, houve uma nova expansão no número de fundos, tanto dos fundos de investimento simples, quanto dos Fundos de Investimento em cotas. Note-se que o número de fundos continua crescendo até 2021. Ou seja; mesmo nos anos de eclosão da pandemia, em 2020, houve uma expansão do número de fundos, ainda que o patrimônio líquido tenha caído.

Por fim, quando comparamos os valores de números de fundos no início do período até o final dele, qual é analisado no quadro acima, é visível o grande aumento dos fundos em ambas as classes. Gerando para o Brasil em 2014 o primeiro lugar no ranking na América latina em números de fundos de investimentos e o sétimo lugar mundial.

Quando analisamos esse movimento por tipo de fundo gráfico 3, vemos que os que são em maior número são os multimercados, que passaram a crescer expressivamente em número a partir de 2003, em seguida vem os de Renda Fixa, os de ações e o quarto maior em número é o grupo dos Fundos de Previdência, que avançaram continuamente

ao longo dos anos 2000, chegando a ultrapassar o número dos fundos de renda fixa em 2021.

Gráfico 3: Número de Fundos das 4 Maiores Classes em Número



Fonte: ANBIMA

Quadro 2: Distribuição do Patrimônio Líquido por Instituição Administradora de Fundos de Investimentos (jul./2014)

Ordem	Administrador	R\$ milhões	Participação (%)
1	BB DTVM S.A	534.082,90	20,5
2	Itaú Unibanco AS	357.650,00	13,7
3	Bradesco	289.833,00	11,1
4	Caixa	226.614,70	8,7
5	BTYG Pactual	157.951,60	6,1
Subtotal 1		1.566.132,30	60,2
6	BEM	155.866,80	6,0
7	Banco Santander (Brasil) AS	144.180,00	5,5
8	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM AS	131.019,60	5,0
9	Intrag	101.341,30	3,9
10	HSBC	84.405,40	3,2
11	Credit Suisse Hedging-Griffo Cor Val S. A	66.452,80	2,6
12	Citibank	60.609,70	2,3
13	Banco J Safra AS	41.715,90	1,6
14	Votorantim Asse	35.128,40	1,3
15	Western Asset	22.198,40	0,9
Subtotal 2		2.409.050,60	92,5
99	Total	2.603.707,70	100

Fonte: CVM (vários anos)

É claro que o crescimento do número de fundos é uma indicação do vigor do setor, mas um ponto importante a comentar que o número maior de fundos em um determinado segmento não tem como consequência uma maior captação para o setor, na medida em que os Fundos de Renda Fixa serão aqueles que dominarão o setor, como veremos mais à frente no trabalho.

Ademais, outra observação importante, relativa ao perfil da evolução dos Fundos de Investimento é o fato de que instituições financeiras são administradoras de vários fundos. Na verdade, há uma forte concentração da gestão. O quadro 2 nos mostra esta questão, para dados de 2014. Como se vê, apenas 5 instituições administram 60,2% do Patrimônio Líquido do Setor. O BB DTVM, sozinho, administra 20, 5%.

CAPÍTULO II

EVOLUÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO INTERREGNO

2003-2021

A análise dos Fundos de Investimento envolve a decisão de aplicação de um grande número de agentes econômicos, como também dos gestores dos fundos, que vão decidir em que papéis aplicar. Essas são o que se chamamos de “decisão de alocação de portfólio” e envolvem uma análise contínua da conjuntura. Nesse contexto, nosso estudo não pode prescindir desse pano de fundo.

Para os propósitos de nosso trabalho, não vamos aqui efetuar debate sobre as causas da inflação e nem da dinâmica econômica. Vamos nos centrar basicamente nos dados de indicadores macroeconômicos, que têm o poder de nortear em linhas gerais, a tomada de decisão dos agentes econômicos, sendo que montaremos uma periodicidade para auxiliar em nossa análise.

A dinâmica do PIB e seu movimento é um fator importante, na medida em que nos momentos de pessimismo e desaceleração, a tendência dos agentes econômicos seria a de reduzir sua exposição ao risco. De outra parte, na decisão de aplicação dos agentes em diferentes perfis de ativos é influenciada pela taxa básica de juros e em países periféricos o câmbio tem também uma influência importante.

Tendo em vista a economia brasileira, uma de suas especificidades é o alto nível da taxa de juros básica – a Selic, que indexa títulos públicos e que paga as operações compromissadas de curtíssimo prazo do Banco Central. De outra parte, o nível do Certificado de Depósito Interbancário também gira em torno dos valores da taxa básica Selic. A partir daí, aplicações seguras, em títulos da dívida pública interna indexados à Selic e as aplicações que envolvem a relação com o Banco Central via operações compromissadas pagando Selic, são continuamente demandadas como fonte de segurança, mas também de rentabilidade. Também tendo em vista o alto nível dos juros básicos, a saída da posição de segurança (com rentabilidade) só ocorrerá se a perspectiva de ganho na aplicação alternativa for efetivamente maior e essa alternativa tenderá a ocorrer em momentos de maior estabilidade. Esse é o caso das aplicações em títulos de renda fixa, especialmente as ações, que podem ter uma rentabilidade maior, mas são mais inseguras e voláteis, como também a aplicação em mercados de derivativos como o de futuros e opções.

Nesse contexto, a análise das aplicações leva em conta a rentabilidade esperada, descontada dos tributos e também se observa como alternativa as aplicações que eventualmente corrijam a rentabilidade da inflação ocorrida, caso ela seja elevada. Nessa direção, o nível do câmbio é outro fator que influencia nas aplicações. Por um lado, por que desvalorizações esperadas mais altas afetam a inflação e por outro por que existem aplicações que pagam a variação cambial (e que podem envolver aplicações no exterior, em dólar, dada a abertura financeira).

Nesses termos, conforme já comentado, a decisão de aplicação envolve a análise constante da conjuntura, especialmente no caso dos Fundos de Investimento, que aplicam basicamente em papéis e não em ativos mais ilíquidos. Então quando fazemos a análise temos que levar em conta dois pontos de vista:

- (i) do agente econômico que vai fazer uma aplicação financeira nos fundos de investimento, decidindo entre diferentes tipos de aplicação e em diferentes tipos de fundos. Essa decisão influenciará a arrecadação dos Fundos e o volume do Patrimônio Líquido dos Fundos (Passivo)
- (ii) do gestor do fundo de investimento, que vai decidir em que papéis aplicar (ATIVO do fundo de investimento), sendo que essa decisão está balizada pelos limites definidos pelo perfil do fundo, seguindo a legislação

Esses agentes econômicos estão continuamente efetuando análises e uma das características daqueles que decidem aplicar recursos nos fundos de investimento é a de que, via de regra, estão em busca de aplicações flexíveis, de forma que possam retirar o recurso aplicado quando precisarem ou mudarem de opinião. Ainda que alguns fundos sejam menos líquidos (como os de previdência, em seu início de aplicação), em geral o perfil do aplicador que dirige recursos para Fundos de Investimento, é o de maior liquidez. Nesses termos, a observação dos indicadores macroeconômicos acima comentados é essencial, sendo que há contínua movimentação de recursos na indústria de fundos e lembrando que os aplicadores podem também decidir aplicar diretamente em papéis, sem passar pelos fundos.

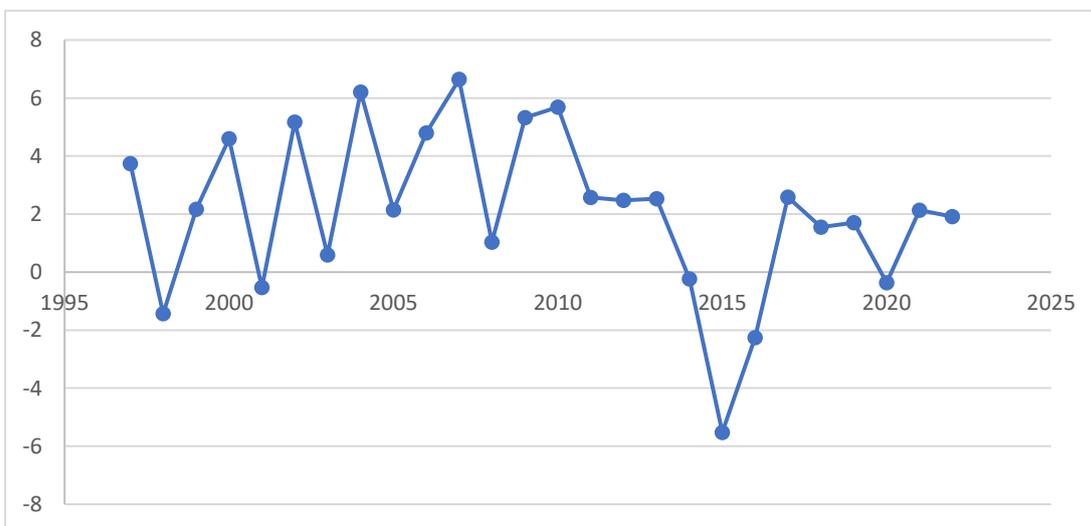
Considerando esses aspectos, nesse capítulo, antes de irmos adiante em nossa análise, construiremos uma periodicidade que será o pano de fundo das observações que faremos quanto ao movimento dos Fundos de Investimento. Depois disso é que analisaremos o movimento de captação e patrimônio líquido dos Fundos por modalidade. A última parte,

por fim, será a relativa ao perfil do ATIVO dos Fundos, detalhando as principais aplicações da indústria de Fundos de Investimento.

2.1. Dinâmica macroeconômica e movimento da taxa Selic, câmbio e crescimento econômico

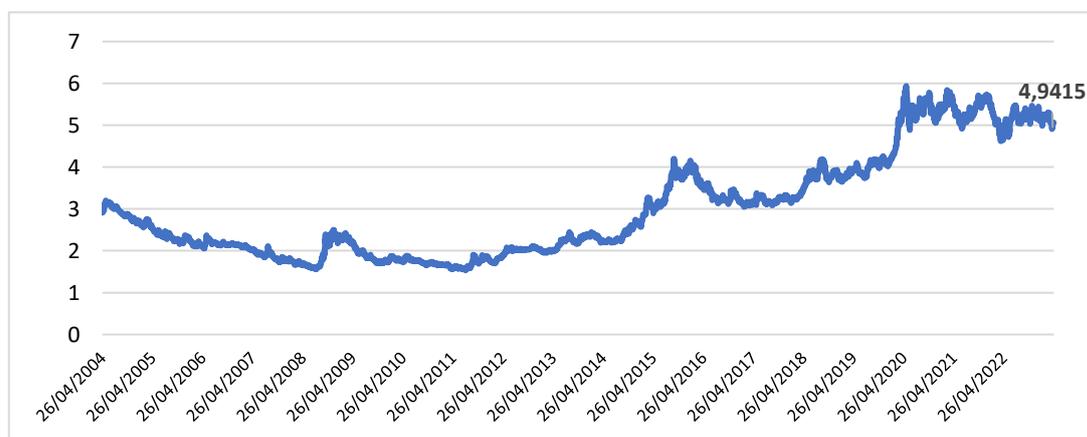
A periodicidade que será levada em consideração se baseia em CORRÊA (2017), sendo que abaixo é apresentado os dados do PIB, câmbio, inflação e taxa de juros que serão considerados na periodicidade construída a seguir.

Gráfico 4: PIB – De Mercado – Dados Trimestrais para Taxa AA em 4 Trimestres por Porcentagem

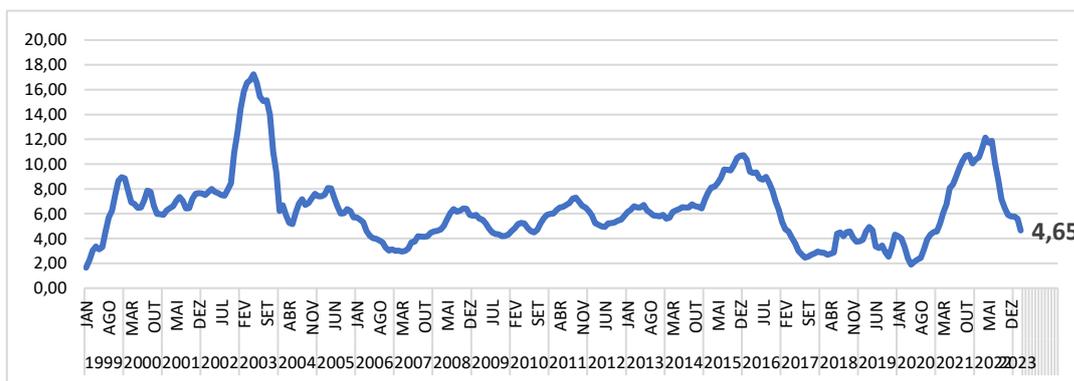


Fonte: IBG

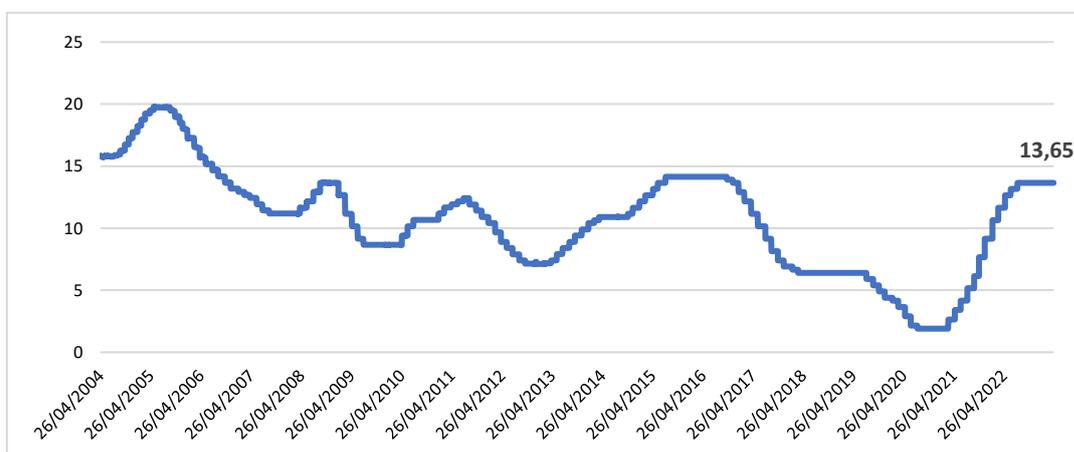
Gráfico 5: Taxa de Câmbio R\$/US\$



Fonte: IBGE

Gráfico 6: Inflação – IPCA

Fonte: IBGE

Gráfico 7: Taxa de Juros Selic diária Anualizada

Fonte: BCB

Iniciaremos as considerações levando em conta a dinâmica do PIB. Nesses termos considerando o período que vai de 2003 a 2022, podemos dizer que entre 2003 e até 2013 vemos uma fase de crescimento da Economia brasileira. De fato, o gráfico 4 nos mostra essa trajetória, que está vinculada, também à própria dinâmica favorável da economia mundial entre 2003 e 2008.

De outra parte, observamos a retomada da economia brasileira a partir do segundo trimestre de 2009 e até 2013 ela permanece em patamares superiores a 2% ao ano e esse movimento é, em grande parte, influenciado pelas políticas anticíclicas adotadas pelo Governo Brasileiro. Ou seja, tomando-se o período 2002-2013, consideraremos esses anos como um período de expectativas positivas, ainda que entrecortados pela fase mais aguda da Crise de Subprime (entre o final de 2008 e incorporando o primeiro trimestre de 2009).

Esse será o primeiro período de nossa análise que se estende até 2013. O segundo período engloba os anos de 2014 de crescimento mais baixo e de 2015, de desaceleração quando se inicia o Segundo Governo Dilma e a mesma muda a forma de intervenção do Estado reduzindo-a fortemente. O terceiro período vai de 2016 a 2021 e engloba os anos dos Governos de Michel Temer e Bolsonaro, perpassados pela Crise da COVID. É um período que inaugura um novo modelo de intervenção do Estado de forma mais profunda, numa lógica de redução do Tamanho do Estado, fato explicitado pelo teto de Gastos e que não tem a capacidade de gerar a retomada da economia brasileira, que permanece ou desacelerando ou em baixo crescimento até 2022.

Ainda que se possa observar essa periodicidade analisando a dinâmica do PIB, a condução interna da política macroeconômica e o movimento dos agregados macroeconômicos que estamos considerando apresenta oscilações que mostram a importância de construir uma sub-periodicidade que considere, especialmente também o movimento dos juros e do câmbio, elementos que afetam a tomada de decisão dos agentes econômicos quanto às suas escolhas de alocação de portfólio. Abaixo destacamos os principais movimentos desses agregados, construindo subperíodos, que serão retomados na análise dos Fundos de Investimento.

(i) 2003 a Terceiro Trimestre de 2008: crescimento, valorização cambial e queda nos juros

Em nível internacional o período que vai de 2002 até o início da crise de subprime é de forte crescimento econômico, em parte puxado pela China, e de liquidez nos mercados financeiros. Os agentes econômicos buscam aplicações alternativas, inclusive as consideradas “mais arriscadas”, vinculadas a países periféricos. Ademais, é uma fase de alto comércio mundial, com grande expansão da venda de commodities, com altos preços. Considerando esses dois fatores, no Brasil nesses anos se observa uma forte entrada de recursos externos, quer seja pelas exportações, quer seja pela Conta Financeira do Balanço de Pagamentos. É uma fase de valorização do câmbio o que favorece a queda da inflação, permitindo a própria queda dos juros, na medida que a Política Monetária é regida pelo Sistema de Metas de Inflação

(ii) Final de 2008 a primeiro trimestre de 2009: Aprofundamento da Crise de Subprime, desvalorização do câmbio e aumento dos juros

A crise de subprime corta a fase de expansão e vemos uma desaceleração mundial e também da economia brasileira. É uma fase em que parte dos capitais ingressantes no país se retira, impactando no mercado de câmbio, que apresenta uma importante desvalorização da moeda nacional frente ao dólar (Gráfico 5). Essa desvalorização provoca impactos inflacionários, claramente provocados por esse fato. A leitura das Autoridades monetárias, no entanto, foi a de que o impacto inflacionário havia sido provocado por excesso de demanda, conforme indica a perspectiva teórica por detrás do sistema de Metas. Sua reação é o aumento da taxa básica de juros, justamente quando a maioria dos países do mundo está realizando o movimento inverso. A desaceleração é tão intensa que no início de 2009 o Governo reduz a taxa básica de juros na tentativa de segurar a queda da economia.

(iii) Segundo trimestre de 2009 a final de 2011: crescimento dos juros e valorização do câmbio

No início de 2009 ação do Governo foi fortemente anticíclica, com importantes gastos públicos e, ao mesmo tempo ocorria em nível internacional o movimento de queda da taxa básica de juros dos países centrais puxados pela política de *quantitative easing* (QE) dos Estados Unidos, que reduziu sua taxa básica quase a zero. O movimento geral foi o de que parte dos capitais globais retornaram paulatinamente aos países periféricos em busca de aplicações mais rentáveis

Esses fatos inauguram uma nova dinâmica de crescimento na economia brasileira a partir do terceiro trimestre de 2009, de formas que a política fiscal foi relaxada. No entanto, paralelamente entre abril de 2010 a novembro de 2011 houve novo aumento de juros para contra restar os movimentos inflacionários causados por choques de custos internacionais (mais uma vez os gestores da política monetária consideraram que a inflação era de demanda).

Note-se que estes aumentos tiveram forte influência sobre ingresso de capitais internacionais, influenciando definitivamente a volta da valorização do câmbio

(iv) Setembro de 2011 a abril de 2013: choque de custos e queda dos juros mesmo em situação de pressão inflacionária com valorização do câmbio

Nessa fase, apesar do retorno do crescimento, puxado pelas políticas anticíclicas, o investimento privado começava a arrefecer e o argumento do mercado era de que o Gasto de Governo era excessivo provocando “falta de credibilidade”. Ademais, persistiam as pressões inflacionárias resultantes de choques de custos de preços internacionais, como o de alimentos.

O movimento do Governo foi o de tentar atuar na chamada “agenda FIESP”, para incentivar o investimento privado. Para tanto: (i) efetuou um movimento de desvalorização do câmbio; (ii) promoveu renúncias fiscais; (iii) reduziu fortemente os juros, apesar do movimento inflacionário. No caso dos juros, eles caem desde o final de 2011 a maio de 2013.

A tentativa de mudança na dinâmica de crescimento, levou às ações de apoio ao Setor privado e à redução dos juros em setembro de 2011 apresentou-se como um dos elementos dessa estratégia. No entanto, a manutenção do diagnóstico de inflação de demanda levou a que, paralelamente, o ajuste fiscal continuasse mantido, mesmo considerando-se a problematização das exportações e a paulatina queda da dinâmica do crescimento num cenário de fraca retomada da economia internacional. Desde o segundo semestre de 2012 e tendo em vista os resultados desanimadores do PIB, o Governo voltou a utilizar a política fiscal com um caráter expansionista e manteve a redução dos juros.

(v) Segundo trimestre de 2013 a 2015: desvalorização do câmbio, queda do crescimento, pressões inflacionárias e reajuste de preços administrados

Um acontecimento importante de 2013 é a indicação nos Estados Unidos de que retirariam os estímulos de liquidez e que no futuro próximo aumentariam a taxa de juros básica. Isso é suficiente para gerar um movimento de turbulência e se observa um movimento de retirada de recursos de países periféricos, dentre eles o Brasil.

O que se observa, em nível do câmbio é uma pressão constante por desvalorização que se inicia em 2012 e se mantém a partir daí (exceção do ano de 2016). Ou seja, a liquidez internacional passa a não ser mais abundante como antes. O movimento do câmbio provoca pressões inflacionárias que se somam aos choques de custos de preços internacionais e esse movimento pressiona para a volta do crescimento da taxa de juros.

De outra parte as ações de Gastos Públicos esmoreceram, e a tentativa de o SETOR privado tomar a rédea do crescimento não havia tido resultados positivos, e a isso se somava um cenário de críticas ao Governo. Depois de 2013 se apresenta a paulatina queda da dinâmica do crescimento brasileiro, fato que afeta a arrecadação tributária e, paulatinamente, compromete o Resultado Primário do Setor Público, tendo em vista a rigidez das despesas.

É uma fase de contenção fiscal, no sentido de que as despesas não explodem (taxa de crescimento não se expande), mas de forte queda da arrecadação. Nesse interregno há a nova eleição de Dilma Roussef, que assume mudando o perfil da intervenção do Estado na direção das indicações do mercado: uma forte redução dos gastos públicos, mantendo-se os juros altos. Esse movimento tem impactos profundos sobre o crescimento, que desacelera fortemente nesse ano.

Posteriormente, o ajuste dos preços monitorados em 2015 gera uma importante pressão inflacionária não relacionada, mais uma vez, a fatores de demanda, mas se mantém o movimento de aumentos constantes na taxa de juros básica.

(vi) 2016 a 2021: Desaceleração e voo de galinha – a mudança do modelo de crescimento e a entronização do controle de gastos

O período que vai de 2016 a 2022 é marcado por uma mudança mais profunda na condução da política econômica, após a deposição de Dilma Roussef, a diplomação de seu vice e a posterior vitória de Bolsonaro. A perspectiva é a de um Estado que intervém menos e nesse bojo ocorrem transformações institucionais importantes: A reforma de Previdência, a reforma trabalhista, a constitucionalização do Teto de Gastos.

O movimento é de forte contenção de Gastos Públicos numa logica de redução do tamanho do Estado. A perspectiva de que a redução de gastos fosse um elemento de geração de “credibilidade”, não trouxe os efeitos prometidos e de 2016 a 2021 se observa um período de desaceleração, seguido de fases de baixo crescimento.

Tanto o ano de 2015, quanto o ano de 2016 são de desaceleração econômica e em 2017 há uma reduzida retomada, em parte, provocada por medidas de estímulo, como a liberação do FGTS. A desaceleração é tão forte que o movimento da inflação arrefece, observando-se, paralelamente, uma queda das taxas de juros básicas. Os anos de 2018 e

2019 mantém o baixo crescimento, quando se inicia a crise da COVID. Essa é uma fase de redução de juros, baixo crescimento e desvalorização do câmbio.

No interregno da crise o Governo acaba liberando recursos, com destaque para o auxílio emergencial e a ajuda aos municípios. Essa liberação de recursos aquece a demanda por bens e serviços e se mostra essencial para a retomada que vai apresentar resultados positivos de crescimento no ano de 2021. Paralelamente, a paulatina retomada da normalidade revela a pressão de custos resultante da própria crise: pressão dos preços do petróleo; pressão sobre o preço dos alimentos; pressão sobre o preço de bens intermediários que haviam sofrido redução drástica de produção. Essa situação gera um aumento inflacionário, lido pelas autoridades monetárias como sendo de pressão de demanda mais uma vez gerando aumentos internos de juros.

Então no interregno posterior a 2016 o crescimento é baixo, mas pode-se detectar duas fases: a que vai até 2020, com baixa inflação e taxas de juros cadentes e a posterior a 2021, com inflação em alta e forte crescimento da taxa básica de juros.

2.2. Análise da evolução do patrimônio líquido e das captações líquidas dos Fundos de Investimento por tipos

Os balanços dos fundos de investimentos nos mostram suas aplicações (que conforme seus ativos) e também nos mostram de onde vem os recursos (seus passivos). Note-se, no entanto, que essa análise não é trivial. As aplicações em títulos de renda fixa por exemplo, especialmente as de curto prazo que envolvem títulos públicos, são altamente complexas.

Um dos pontos importantes é o de que os fundos de investimentos compram ativos financeiros para gerar rentabilidade, conforme já destacado. No Brasil uma parte importante das compras e vendas desses títulos se dá entre fundos de investimentos e bancos. Ou seja: os fundos de investimento compram e vende títulos para os bancos e vice e versa. A compra e venda de títulos públicos se dá em grande parte dessa forma e, muitas vezes na forma de operações compromissadas. Nesse caso, o comprador inicial do título (um banco por exemplo) vende esse título temporariamente para outro agente (um fundo de investimento por exemplo), prometendo recompra-lo em data previamente estabelecida e combinando uma rentabilidade diária pela operação.

Nesse tipo de operação compromissada o “vendedor” do título está, de fato, tomando dinheiro emprestado daquele que está “comprando” temporariamente o título. Não se trata de uma compra verdadeira. O título em questão está servindo de garantia na operação e na data estipulada retorna ao comprador original. Dessa forma, já que não é uma compra definitiva os títulos comprados temporariamente não aparecem no balanço do agente “comprador”. O que aparecerá no ativo, será “aplicações interfinanceiras de liquidez” que são aplicações de curto prazo que costuma render a Selic.

Esse tipo de relação de operações compromissadas é muito efetuada entre bancos e fundos de investimentos. Uma operação que ocorre muito é a de que o banco central vende título temporariamente aos bancos (através de operações compromissadas) como forma de política monetária (para retirar dinheiro de circulação). Estes bancos por sua vez, revende também temporariamente esses títulos a outros agentes como fundo de investimento via operações compromissadas. Ou seja; são operações compromissadas oriundas de operações compromissadas. Veremos mais adiante esta questão.

Note-se, que também podem ocorrer vendas definitivas de títulos entre bancos e fundos de investimento. Quando ocorre uma compra definitiva de título, esta passa a constar no ativo do comprador como uma aplicação em “títulos e valores mobiliários”. Isto ocorre por exemplo, quando o banco compra um título público vendido diretamente pelo tesouro nacional e depois vende esse mesmo título de forma definitiva para um fundo de investimento. Esses aspectos serão tratados ao longo da análise que efetuaremos.

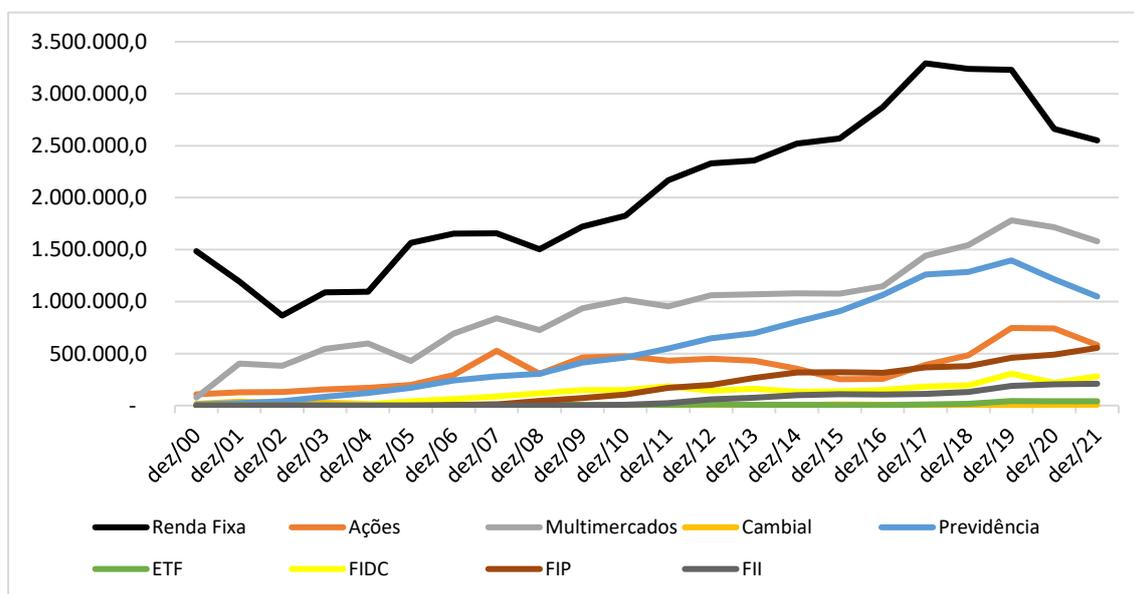
Quando analisamos a evolução do patrimônio dos Fundos de Investimento em valores constantes e por tipo (Gráfico 8) é possível perceber o domínio dos fundos de Renda Fixa.

Vemos o salto do patrimônio dos mesmos em 2005 e depois de dezembro de 2008. Como vimos essa é uma fase de crescimento econômico e de forte estabilidade, com taxas de juros cadentes, mas em patamares ainda altos. Nessa fase a opção dos agentes é claramente pelos Fundos de Renda Fixa.

O segundo grupo em Patrimônio líquido são os multimercados que também apresentaram salto em 2005. Depois de 2008 apresentam também uma evolução, mas menos exuberante. Sua evolução mais expressiva, assim como o fundo de ações se dará quando a economia brasileira estará apresentando uma maior desaceleração e as taxas de

juros estiverem caindo como entre 2016 e 2019. Já os fundos de previdência apresentam uma importante expansão o período todo.

Gráfico 8: Patrimônio líquido - Valores Constantes



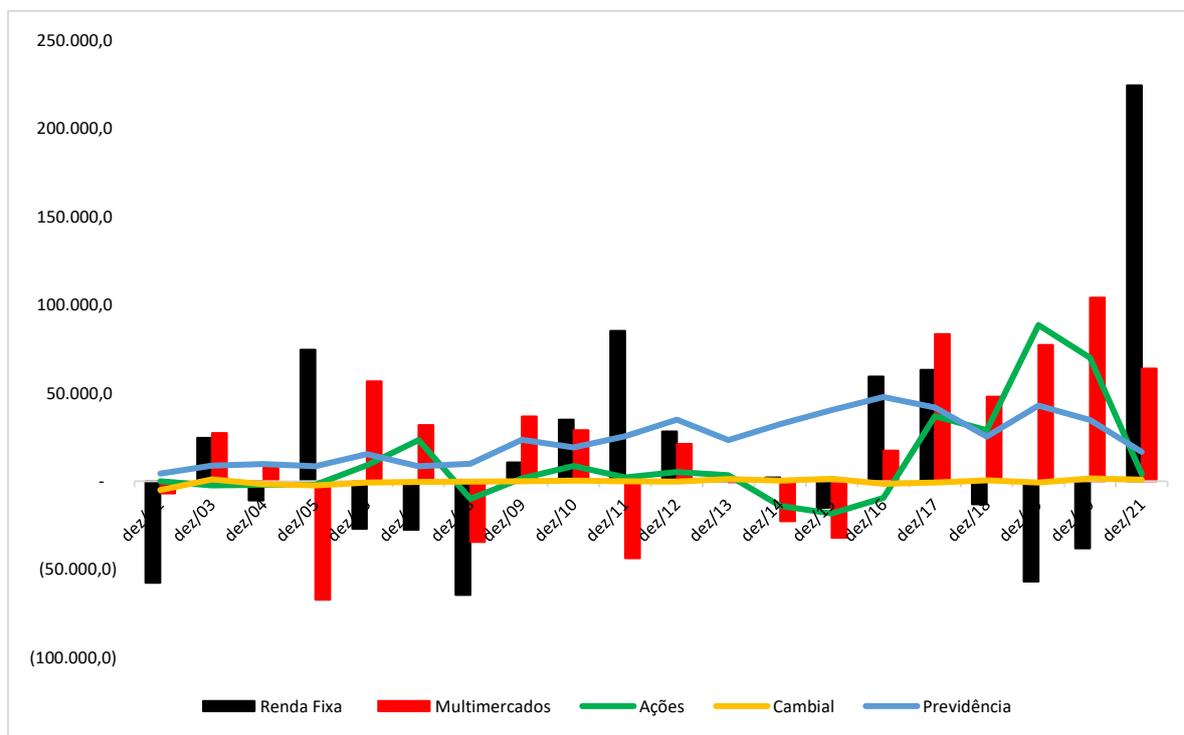
Fonte: ANBIMA

Tabela 1: Patrimônio Líquido R\$ milhões Correntes por Classe ANBIMA - Fundo de Investimento

Período	Renda Fixa	Ações	Multimercados	Cambial	Previdência	ETF	FIDC	FIP	FII	Total PL
dez/00	259713,0565	18.970,77	13589,81077	3.229,15	1770,629025	-	0	-	0	297.273,4
dez/01	230427,9516	24.597,07	77985,1436	7.303,16	4415,243009	-	0	-	0	344.728,6
dez/02	205709,4369	31.034,71	90629,14982	5.969,35	10275,21938	-	0	-	340,1691492	343.958,0
dez/03	284439,2855	40.611,48	142096,9137	6.781,03	22243,04164	-	1015,025724	-	348,0861372	497.534,9
dez/04	320892,0929	49.663,50	175286,0332	4.785,77	35606,34049	412,69	4572,98224	14,55	349,7818545	591.583,7
dez/05	465641,9949	58.971,86	127292,5854	2.151,29	50598,88284	2.452,22	12239,19225	17,98	337,346275	719.703,4
dez/06	510451,5636	90.711,39	213437,3388	1.280,29	74565,79126	2.736,55	19338,23245	1.855,62	173,1904812	914.550,0
dez/07	545393,9058	172.979,92	276126,1574	694,31	92568,77207	3.747,65	28691,52753	3.722,03	292,7780687	1.124.217,1
dez/08	550491,6838	112.627,12	266562,7189	770,01	111580,622	1.938,55	43588,82684	16.606,00	319,710733	1.104.485,2
dez/09	619770,8292	166.198,38	336102,9547	651,63	149220,8693	2.907,87	53359,9791	25.573,46	759,3230792	1.354.545,3
dez/10	727120,6695	189.285,86	405435,1201	864,56	184353,9587	2.412,74	59422,39681	42.921,19	2954,902015	1.614.771,4
dez/11	910383,698	181.293,61	400695,5748	923,43	230663,3815	3.246,18	78372,54123	71.795,66	9432,078408	1.886.806,2
dez/12	1049794,41	202.422,58	477643,9131	795,73	291351,7621	4.332,10	64554,07572	89.660,45	26757,00039	2.207.312,0
dez/13	1122555,238	206.303,15	510510,2963	2.195,13	331195,9823	3.123,47	77643,42841	127.292,51	35393,49958	2.416.212,7
dez/14	1248015,557	176.333,30	534233,3665	3.092,29	399563,1319	3.301,44	66732,75929	156.861,75	49560,03437	2.637.693,6
dez/15	1403657,857	139.269,67	588949,5255	6.364,77	495768,3455	2.717,00	74839,9735	175.445,94	60191,47394	2.947.204,6
dez/16	1678366,743	149.924,72	671664,8002	3.826,70	622635,3777	3.801,74	87955,42505	183.671,55	62500,85584	3.464.347,9
dez/17	1914099,002	227.827,02	838227,1498	3.075,12	732625,5502	6.906,69	105775,9461	213.601,54	64724,0034	4.106.862,0
dez/18	2050276,818	306.826,97	977466,6084	4.378,11	813897,9738	11.401,29	124290,1599	240.693,27	83208,52734	4.612.439,7
dez/19	2154072,792	497.854,48	1187792,549	3.927,31	931172,5527	29.145,28	204437,6872	305.809,77	125550,447	5.439.762,9
dez/20	2199892,904	613.554,15	1418371,466	6.663,07	1004439,852	34.737,04	180528,3331	404.200,93	169713,8914	6.032.101,6
dez/21	2550112,535	583.807,55	1581357,573	8.042,95	1047835,418	43.041,16	281144,4251	555.056,80	210163,0329	6.860.561,4

Fonte: ANBIMA

Gráfico 9: Captação Líquida Fundos de Investimento por classe- R\$ milhões Correntes - Acumulados no Ano Até a Data –



Fonte: ANBIMA

Nesses termos, é importante observar a dinâmica da evolução desses fundos a cada período da economia brasileira, considerando a dinâmica dos juros, do crescimento, do câmbio e do índice IBOVESPA. É o que faremos a seguir, usando agora os dados em valores nominais e também as captações líquidas em valores nominais apresentadas no gráfico 9. A análise levará em conta os períodos indicados anteriormente. Os dados foram levantados no site da ANBIMA. Para além disso a instituição também disponibiliza boletins mensais e anuais da análise da evolução do setor e nesses boletins os Fundos de Renda Fixa são desmembrados em: Curto Prazo, Referenciados DI e Renda Fixa. É por isso que algumas de nossas observações levarão em conta essa subdivisão que não consta nos dados do Gráfico de captações líquidas.

(i) 2003 a 2008 crescimento com queda da taxa de juros e final de 2008 início de 2009 desaceleração e aumento dos juros

A primeira fase, de maior estabilidade, que vai até 2006 é de claro predomínio da opção por Fundos de Renda Fixa, sendo que a paulatina queda dos juros vai dando espaço para o aumento da captação dos Fundos Multimercado. No período de desaceleração

todos os fundos perdem níveis de captação (Gráfico 9). De qualquer forma, aqui já é possível observar a mudança paulatina de comportamento dos agentes à medida que os juros caem e vão abrindo o caminho para o crescimento da captação de fundos multimercado nos anos de 2006 a 2008, o que também ocorre com os fundos de ações.

(ii) O período segundo trimestre de 2009 a final de 2011

Conforme já destacamos na construção de nossa periodicidade no início de 2009 ocorre um movimento de queda de juros, mas, de abril de 2010 ao final de 2011 o movimento é de aumento dos juros, com retomada do crescimento e valorização do câmbio. O período que vai do segundo trimestre de 2009 até o final de 2011 é uma fase em que os detentores de capitais visualizam positivamente a conjuntura, até por que a economia brasileira volta a apresentar sinais de crescimento.

Em dezembro de 2009, considerando a política anticíclica e a retomada paulatina do crescimento, o mercado doméstico de fundos teve captação líquida de R\$ 6,3 bilhões, o melhor resultado no mesmo período dos últimos seis anos. Todos os fundos aumentam sua captação e a categoria de maior destaque é a Previdência Social. Na verdade, é importante comentar que a Categoria de Previdência social apresentará uma evolução positiva praticamente contínua ao longo dos anos. Isso, por um lado, se deve à melhora paulatina da distribuição de renda e dos níveis de emprego entre 2002 e 2015, de formas que os agentes optarão na aplicação de fundos com o objetivo previdenciário, como também por mudanças legislativas que deram mais flexibilidade a esses fundos, permitindo que os mesmos tivessem uma possibilidade de aplicar em diferentes papéis de forma menos restritiva⁵. Tendo em vista essa possibilidade de os gestores terem mais liberdade na aplicação dos recursos captados, esses fundos passaram a apresentar uma rentabilidade competitiva na comparação com outros fundos. Ainda assim, cabe o comentário de que esses fundos são menos líquidos do que os de renda fixa, por exemplo.

Em 2010, o setor registrou uma arrecadação líquida recorde de R\$ 105,9 bilhões. Com isso, o valor líquido do mercado interno aumentou 18% em relação a 2009, para R\$ 1.614,6 bilhões.

Os destaques foram os fundos de renda fixa com R\$ 38,4 bilhões captados, seguidos pelos fundos multimercados com R\$ 27,5 bilhões, lembrando que é uma fase de

⁵ Mais à frente faremos um comentário mais detalhado sobre isso

aumento de juros, o que justifica a forte procura por fundos de renda fixa. Esse fato também continuou em 2011 período também de aumento de juros em que indústria de fundos de investimento registrou arrecadação líquida de R\$ 85 bilhões, a maior desde 2002. Enquanto isso, os Multimercados reduzem sua captação e os de previdência continuam na trajetória positiva.

Note-se, que em setembro desse ano as taxas de juro sofrerão uma inflexão e iniciarão um movimento de queda.

(iii) Setembro de 2011 a abril de 2013: choque de custos e queda dos juros mesmo em situação de pressão inflacionária com valorização do câmbio

É uma fase que os detentores de capitais tecem ferrenhas críticas à redução dos juros, e em 2012 é possível observar uma importante mudança no perfil de arrecadação dos fundos. Por um lado, o setor encerrou o ano com arrecadação líquida de R\$ 97,6 bilhões, considerada uma alta arrecadação. Por outro lado, as maiores captações líquidas em 2012 foram na categoria de previdência, seguida pela categoria de multimercados. É uma performance que reflete a queda dos juros e o direcionamento dos agentes para os fundos que possam render mais por aplicarem em renda variável, como os Fundos Multimercado. Os resgates líquidos observados nas categorias de renda fixa, investimento direto de referência e curto prazo também contribuíram para este resultado.

O ano de 2013, por outro lado, apresenta uma performance particular. Como vimos, nesse ano o Federal Reserve Bank dos Estados Unidos anuncia uma mudança em sua política de intervenção, indicando a redução dos estímulos de liquidez e que futuramente iria aumentar os juros. Isso gera uma turbulência e é um período de instabilidade. Nessa situação, há uma queda da captação em fundos, observando-se movimentos de resgate ao longo do ano. No gráfico 9 qual apresenta as captações, vemos a queda dos fundos Multimercados e De Renda Fixa. Os boletins da ANBIMA nos indicam que ocorreu uma captação líquida acumulada pela indústria em 2013 no valor de R\$ 59,7 bilhões, com destaque positivo para as categorias Previdência, (R\$ 22,7 bilhões), Referenciado DI (R\$ 15,0 bilhões) e FIDC (R\$ 14,1 bilhões). Esse resultado, contudo, não se deu de maneira uniforme, pois ocorreram importantes movimentos de resgate. Ou seja; o nosso destaque vai para a performance positiva dos Fundos DI, altamente seguros,

mostrando a preferência pela liquidez nesse momento e de previdência, que estão demonstrando uma estabilidade de captação.

(iv) Segundo trimestre de 2013 a 2015: desvalorização do câmbio, queda do crescimento, pressões inflacionárias e reajuste de preços administrados

Conforme vimos antes, os anos de 2013 e 2014 ainda são de crescimento econômico, ainda que tenha havido uma queda nessa dinâmica, mas são anos em que há pressões inflacionária e a queda do crescimento provocando queda na arrecadação, com conseqüente problematização do Resultado Primário pela primeira vez desde o início dos Governos do PT. É uma fase de pressões políticas, que engloba o início do segundo governo de Dilma Roussef, que no início de seu novo Governo mantém altas taxas de juros e que efetua um movimento mais expressivo de redução dos gastos públicos. Em 2015 se inaugura uma fase de forte perda do crescimento. O período de 2013 a 2015 é de aumento dos juros

A indústria de fundos em dezembro de 2014, registrou resgate líquido de R\$ 20,1 bilhões em dezembro, o maior volume mensal desde outubro de 2008. Os resgates foram concentrados nas categorias Renda Fixa (R\$ 15,3 bilhões) e Curto Prazo (R\$ 6,4 bilhões) e, de acordo com dados preliminares, em fundos pertencentes ao Poder Público. Na categoria Referenciado DI registrou captação líquida de R\$ 45,4 bilhões, concentrada no segmento Varejo, que voltou a crescer em 2014, e a categoria Previdência teve ingresso líquido de R\$ 32 bilhões, mostrando uma rápida recuperação após a menor captação do ano anterior (resgates observados no segundo semestre de 2013). Ou seja; em 2014 permanece a lógica da maior busca pela liquidez, com o destaque dos Fundos DI e pela busca dos fundos de previdência enquanto que os Fundos Multimercados e de Previdência apresentam resgates líquidos.

O ano de 2015 foi de desaceleração na economia brasileira e de turbulência política e a indústria de fundos reflete essa instabilidade, havendo um forte movimento de resgate. No último mês de 2015 a indústria de fundos registrou o segundo maior resgate líquido no ano, R\$ 13,1 bilhões, superado apenas pelo resultado negativo de novembro. Os fundos de Renda Fixa e Multimercados concentraram mais da metade do total resgatado, ficando os fundos de Previdência como os únicos com captações líquidas no período.

Em resumo economia brasileira apresenta menor crescimento, inflação rompendo o intervalo superior da banda da meta de inflação aliado ainda à instabilidade política que

continua, mesmo com a posse de Dilma Rouseff. O novo Governo, aliás indica como ministro da Fazenda o economista Levy, que segue a visão de mercado, propondo manutenção de juros altos (interpretação de inflação de demanda) e redução expressiva de gastos públicos. Portanto, um período de baixo crescimento, de instabilidade e de juros altos. Os detentores de capital saem das aplicações mais arriscadas e dirigem-se às ações mais seguras em títulos públicos, indexados Selic, especialmente quando consideramos o aumento da taxa básica. Mesmo assim, em termos gerais, o movimento é de resgate líquido nos fundos.

(v) 2016-2019 – Desaceleração e voo de galinha – a mudança do modelo de crescimento e a entronização do controle de gastos

No ano de 2016 os fundos registraram valores exorbitantes na captação líquida em dezembro, assim, o ingresso líquido foi de R\$ 10 bilhões o maior volume mensal já registrado pela classe de previdência, qual somou-se a R\$ 6,2 bilhões da classe de renda fixa e em R\$ 2,6 bilhões, em FIPs. Resultado na segunda maior capacitação líquida da indústria de fundos, desde o ano de 2002, chegando nesse período o valor total de R\$126,2 bilhões, tendo como maiores classes de captação líquida a previdência e renda fixa.

Esse é um resultado importante pois nos mostra a expansão da indústria de fundos, mesmo em um período de desaceleração da economia brasileira. É possível notar a retomada das captações de renda fixa em conjunto com previdência e isso se dá pela queda expressiva da taxa de juros doméstica, gerando uma migração dos fundos DI para os de renda fixa. Por tanto, considerando a desaceleração econômica a preferência não foi por uma maior segurança e sim por uma rentabilidade no curto prazo.

Em 2017 é finalizado com captação total de R\$ 259,8 bilhões, o maior da recorde desde 2002. As principais classes do período foram, fundos de multimercado R\$ 101 milhões e R\$ 20,6 bilhões em fundos de ações. Também ocorreu aumento na captação com FIPs (Fundos de Investimentos em Participações) R\$ 28,4 bilhões e dos FIDCs (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios) R\$ 5,9 bilhões.

Estas captações positivas em 2017, principalmente em fundos de multimercado mostra uma conjuntura de fatores, a redução da taxa Selic queda de 6,75 pontos percentuais na meta para o ano e a performance dos subíndices do IMA - Índice de Mercado ANBIMA, que reflete a variação dos títulos públicos em mercado. Estes pontos

estimulou os investidores ao risco, com propósito de aumentar seus rendimentos e valor os seus ativos no médio e longo prazo.

2018 apresentou uma redução de 68% em captação líquida comparado com o ano de 2017, com o valor total acumulado positivo de R\$ 84,7 bilhões. Desta forma, apenas três classes de fundos foram os destaques, multimercado, ações e previdência, as mesmas, juntas acumularam o valor de R\$ 94,9 bilhões. Já a renda fixa, neste ano teve um registro negativo de saída de R\$ 12,3 bilhões.

O resultado do ano de 2018, demonstra que com taxa básica do país (SELIC) em baixa, os investidores se dispõem ao risco. Isso vem desde 2017 e com a manutenção da taxa em valores baixos e históricos, os agentes procuram a rentabilidade nas diversificações em carteiras de fundos que detém ações, como as de multimercado.

Em alta comparado com o ano anterior, 2019 obteve uma captação na indústria de fundos com valor de R\$ 191,6 bilhões. Classes como as de ações teve seu melhor resultado em um único ano R\$ 86,2 bilhões, 195% comparado com ano de 2018 e a classe de multimercado R\$ 66,7 bilhões crescimento de 37,3%.

Cada vez mais a redução e manutenção da taxa Selic, alavancou positivamente as captações nestas classes citadas anteriormente. Gerando uma maior diversificação nestes fundos ao longo prazo. Contudo, afetou negativamente o desempenho da classe de fundos de renda fixa, marcando a maior saída líquida de capital.

(vi) 2020 a 2022 – crise da Covid e a situação imediatamente posterior: o forte crescimento da inflação

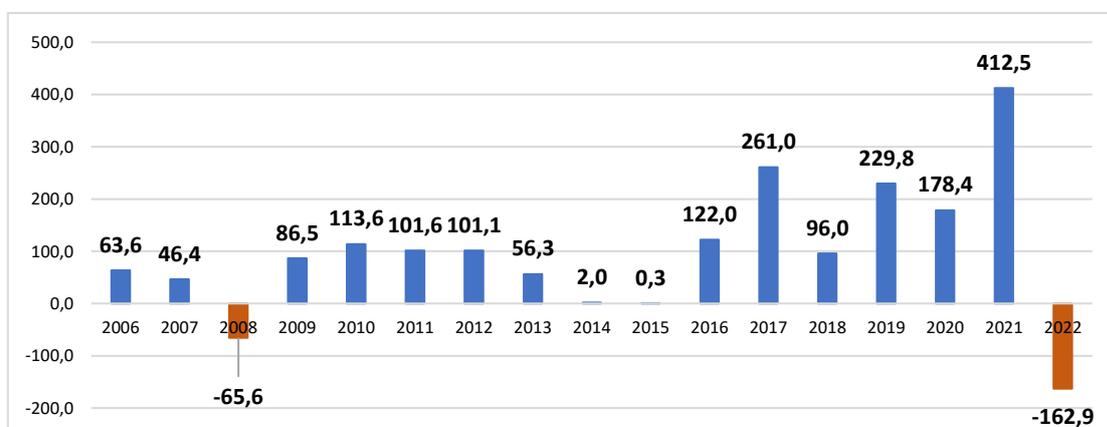
O ano de 2020, a indústria de fundos obteve uma captação líquida de R\$ 156,4 bilhões, reduzindo 32% comparado com 2019. As classes que mantiveram as sustentações dos números foram novamente de multimercado e ações, as quais juntas somaram R\$ 166,9 bilhões. No entanto, em 2020 veio a maior crise higiênica global a COVID-19, com isso, a população teve por norma da OMS (Organização Mundial da Saúde) ficar em casa e se prevenir contra a doença, gerando assim, várias pessoas desempregadas e diminuição de salários, gerou a fuga de capital dos fundos, aonde, o investidor preferia ter dinheiro líquido disponível.

Assim, uma das políticas de governo no momento foi manter e diminuir ainda mais a taxa Selic ao longo do ano, isso abaixo do que foi previsto pré-pandemia. Portanto, reforçou o movimento do investidor de menor aversão ao risco em busca de melhor rentabilidade, por meio, de ações e multimercados. Este período de maior disposição ao risco por parte dos investidores refletindo negativamente no desempenho dos fundos de renda fixa mais conservadores.

Em 2021, a indústria de fundos registrou no ano o aumento de captação em 106% comparado com último ano, assim, um valor de R\$ 369 bilhões acumulado. Com a volta de destaque dos fundos renda fixa simples, em valores de R\$ 153 bilhões e renda fixa duração baixo grau de investimento com R\$ 66 bilhões. Com o forte crescimento da inflação, o governo aumentou os juros da taxa básica. O que levou o investidor, alocar seus recursos em carteiras conservadoras e ter uma maior aversão ao risco de investimentos, gerando investimentos de menor risco e maior retorno. Por tanto, os investimentos em fundos de ações ou em multimercados foram negativos nos períodos.

Janeiro de 2022, há uma saída de R\$ 13,2 bilhões de fundos, com valor de captação de R\$ 383, 2 bilhões. A classe que teve maior perda foi a de multimercado, saída de R\$ 19,4 bilhões no ano, sugerindo maior aversão ao risco e busca dos investidores por carteiras conservadoras. Isso é confirmado pelo aumento do conservadorismo por parte dos agentes e reforça o resultado positivo dos fundos de renda fixa, devido, o aumento dos juros da taxa básica, decorrente do aumento da inflacionário na economia do país.

Gráfico 10: Indústria de Fundos de Investimentos: Captação Líquida Anual Em R\$ bilhões correntes



Fonte: ANBIMA

Tendo em vista a análise das captações ano a ano, o que estes dados nos mostram é que a hipótese que perseguimos se confirma. Por um lado, observa-se a dominância dos fundos de Renda Fixa, mais estáveis e que aplicam maciçamente em títulos públicos. De outro lado, vimos a rápida reestruturação de portfólio dos agentes que aplicam em fundos nas mudanças de conjuntura, especialmente na mudança de comportamento da taxa básica de juros. A tendência observada, via de regra, é a de que quando essas taxas caem há um movimento de redução da captação líquida em fundos de renda fixa e aumento em fundos multimercados e de ações.

Mesmo considerando esses movimentos, o Patrimônio dos Fundos de Renda Fixa continua sempre dominante. Aliás, só em dois momentos ocorreram resgates superiores às captações para esse tipo de fundo: em 2008 e em 2015, momentos de desaceleração e turbulência. Mas mesmo nesses anos a dominância dos fundos de renda fixa permaneceu, pois todos os fundos apresentaram queda à exceção dos Fundos de Previdência.

Outro resultado importante foi o de que, nos períodos de desaceleração e baixo crescimento da economia brasileira, entre 2016 e 2021 a maior captação foi para os fundos multimercado, de ações e de previdência. Ou seja, mesmo em períodos de expectativas negativas houve esse direcionamento, tendo em vista a brusca queda da taxa de juros.

Isso não quer dizer que os agentes não tenham buscado a “preferência pela liquidez”. Granda parte dos demais fundos tem a característica de muita flexibilidade, no sentido de que o aplicador pode sair da aplicação quando quiser. Ademais, nesses anos os ganhos nos mercados acionários foram expressivos e outro fator é o de que parte desses fundos, como o de multimercados também aplica muito em renda fixa, como veremos abaixo.

A possibilidade de rápida reestruturação de portfólio pôde ser observada quando as taxas de juros voltam a subir com o arrefecimento da inflação.

Ainda um comentário adicional quanto aos resultados é o de que um dos movimentos importantes que observamos é a importante participação dos Fundos de Previdência, sendo que ao longo dos anos 2000 os mesmos evoluíram em número e em Patrimônio líquido. Aliás, essa última evolução é o resultado do amplo movimento positivo das captações líquidas, mas, mais do que isso, um dos resultados importantes de

nosso estudo é a observação da maior estabilidade dos Fundos de Previdência comparando-se aos demais, ao longo dos anos 2000.

Um comentário com relação a isso é o de que o movimento inicial de expansão tem a ver com a melhoria da distribuição de renda observada entre 2003 e 2010, em que parte dos recebedores de rendas de salários passaram a dirigir recursos para fundos de previdência privada, com vistas a uma aposentadoria futura. Ademais, outro grupo de agentes que dirigiram seus recursos são aqueles de idade mais avançada que procuram a aplicação desses fundos para fugir dos tributos de herança. Um terceiro grupo, são os dos aplicadores em geral que passaram a ver os Fundos como fontes alternativas de rentabilidade. É verdade que os mesmos são menos líquidos, pois a aplicação nos Fundos de Previdência exige que a aplicação inicial fique parada pelo menos 2 meses. No entanto, para além disso, esses fundos têm apresentado uma boa performance de rentabilidade, o que tem justificado a aplicação nos mesmos.

Mas é preciso destacar que essa performance positiva de rentabilidade está fortemente ligada à mudança regulatória que se processou recentemente no setor de Fundos de Previdência e que foram no sentido de permitir maior flexibilidade aos gestores (CORRÊA, 2017; SGA VIOLI, 2021).

De fato, no passado, a regulação do setor engessava as possibilidades de aplicações abertas aos gestores, levando a que os Fundos de Previdência apresentassem um resultado de lucratividade pouco atrativo. A partir de 2015 ocorreram várias mudanças regulatórias que tornaram o potencial de rentabilidade dos Fundos de Previdência mais altos.

A primeira mudança se deu através da Resolução nº 4.444/15. Essa Resolução reestruturou os Planos em segmentos e ademais houve uma importante mudança nas regras de aplicação desses fundos. Por um lado, os ativos nos quais esses fundos poderiam aplicar se expandiu e, de outro, os limites de aplicação em cada classe de ativos também mudou. Uma questão central foi a ampliação da possibilidade de se aplicar em ativos de renda variável. Até 2015 a aplicação máxima dos Fundos de Previdência Averta nesse tipo de ativo era de 49% do total captado essa nova regulação passou para 70% no caso de investidores gerais e 100% no caso de investidores qualificados (CORRÊA, 2017; SGA VIOLI, 2021). Em 2019 houve outra mudança importante, que foi a de ampliar para 20% a possibilidade desses fundos em Fundos de Investimento fora do país.

Então, se verifica que as mudanças regulatórias tornaram a possibilidade de aplicação dos Fundos mais flexíveis. Vários gestores de fundos de previdência têm procurado montar carteiras que gerem performances semelhantes às obtidas pelos fundos tradicionais. No entanto, também há fundos de previdência que buscam um mix de aplicações mais arrojado. Podem gerar mais rentabilidade, mas são mais voláteis.

Ou seja, também no próprio ramo dos Fundos de Previdência há escolhas. De qualquer forma, um aspecto que parece estar influenciando no perfil mais estável da captação dos Fundos de previdência parece ser a indicação de gestores de aplicação de que é interessante aplicar uma parte do total de recursos em fundos de previdência: (i) por que apresentam benefícios tributários⁶ e podem ter flexibilidade, gerando rentabilidade adequada; (ii) por que são aplicações sobre as quais não incide o imposto sobre herança; (iii) por que podem servir como uma aposentadoria futura, valendo a pena esta aplicação contínua. Mas, caso se tenha esse último objetivo, a procura deve ser por fundos menos voláteis e mais estáveis, que apliquem uma parcela importante dos recursos em Renda Fixa (CORRÊA, 2017)

2.3. Análise das aplicações dos fundos de investimento - ATIVOS

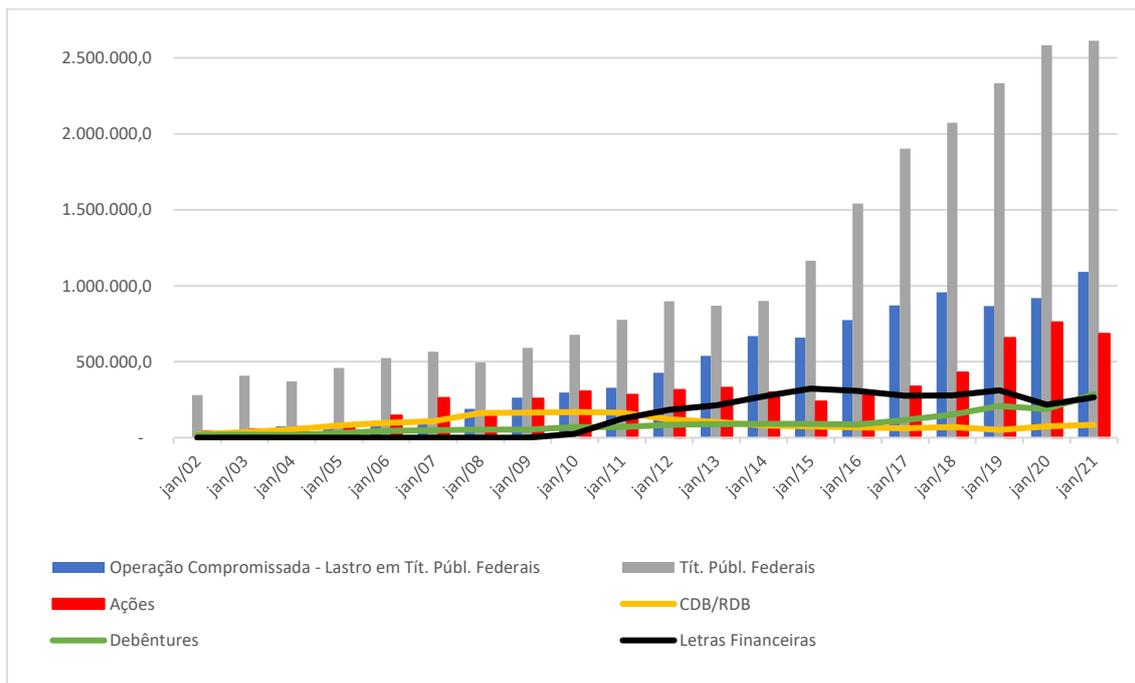
Tendo observado a dinâmica dos principais tipos de fundo e a lógica das captações de recursos no mercado de Fundos de Investimento, relacionando a mudança rápida de direcionamento de recursos a depender da trajetória dos juros, câmbio e crescimento econômico (ou expectativa de trajetória), o outro passo da análise é o de tomar a indústria de Fundos de Investimento como um todo e observar o perfil das aplicações agregadas de recursos considerando os Ativos que são comprados com a captação dos recursos. A evolução desses ativos está listada no Gráfico 11 (a), Gráfico 11 (b) e Gráfico 11 (c). Eles

⁶ Segundo Savioli (2021) "... esses fundos não possuem "come-cotas" como os fundos 555, ou seja, não há redução das cotas duas vezes por ano, nos meses de maio e novembro, referente a antecipação do imposto de renda devido no resgate. Essa redução de cotas nos fundos 555 é de 15% ou 20% do rendimento obtido no semestre e acaba reduzindo o efeito dos juros sobre juros principalmente nos investimentos de prazos mais longos, o que não ocorre na previdência. Mais uma vantagem tributária é a possibilidade de pagar menos imposto de renda no momento do resgate do que seria pago se esses recursos estivessem em um fundo 555. Isso só é possível, pois no momento da contratação da previdência você poderá escolher o regime de tributação regressivo que permite que você alcance uma alíquota de 10% no momento do resgate se for realizado depois de 10 anos de investimento. Para se fazer uma comparação, em um fundo 555 as menores alíquotas possíveis são 15%. Vale dizer que o regime regressivo de tributação é o mais comum de ser escolhido e realmente o que faz mais sentido para a maioria dos casos de investimentos em fundos de previdência, porém há também o regime progressivo, no qual você é tributado em 15% no momento do resgate e realiza uma compensação, a maior ou a menor, na declaração do IR podendo ir de 0 a 27,5% a depender de outras fontes de renda que o investidor possua".

estão em ordem de aplicação das maiores no primeiro gráfico para as menores, nos gráficos seguintes, para podermos melhor visualizar os movimentos.

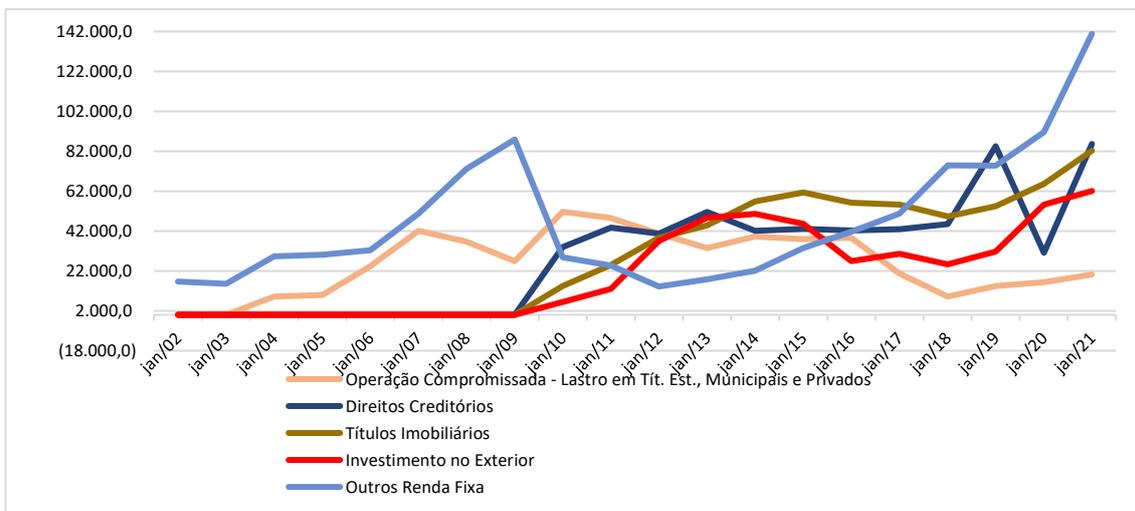
Os comentários irão se centrar, principalmente, nas maiores aplicações (Gráfico 11 (a)), ainda que também iremos comentar a trajetória geral das demais.

Gráfico 11 (a): Fundos de Investimento: Patrimônio líquido por Ativo maiores Fundos - Em R\$ milhões correntes



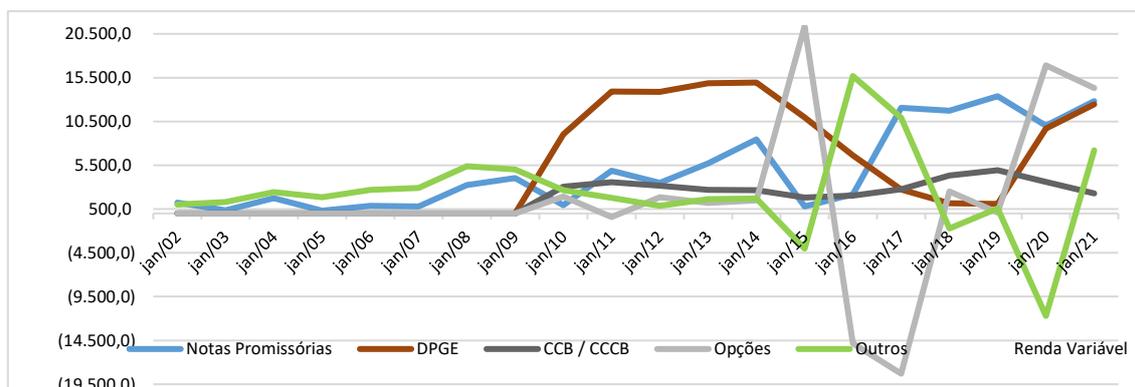
Fonte: AMBIMA

Gráfico 11 (b): Fundos de Investimento: Patrimônio líquido por Ativo Em R\$ milhões correntes (segundo grupo por tamanho)



Fonte: ANBIMA

Gráfico 11 (c): Fundos de Investimento: Patrimônio líquido por Ativo
Em R\$ milhões correntes (terceiro grupo por tamanho)



Fonte: ANBIMA

Considerando esses Gráficos., observaremos a concentração dos recursos na compra de títulos públicos (Gráfico 11 (a)). Isso pode ser percebido pela evolução dos valores contabilizados em “títulos Públicos” e “operação compromissada – lastro em título Público”. Significa que os Fundos estão comprando títulos públicos de forma própria, contabilizada diretamente como sua posse em seu balanço ou através de operações compromissadas. Nesse último caso, trata-se de uma forma particular de aplicação indireta em títulos, já que os mesmos não compõem seu balanço em termos de posse efetiva. Uma das formas de “operações compromissadas com lastro em títulos público” ocorre quando o agente (no caso, o fundo de investimento) efetua operações de “empréstimo” ao Banco Central e esse último dá como garantia títulos públicos que estão em sua posse. É como se o Fundo de Investimento estivesse “comprando temporariamente” os títulos públicos e repassando recursos ao BC, com o compromisso de “revender o título” em data pré-definida. É uma operação compromissada em que o BC paga a Selic diária pelo fato de o Fundo de Investimento ter repassado recursos ao BC. O BC faz isso quando efetua política monetária e essa relação é estabelecida com Bancos e Fundos de Investimento. Como não é uma compra real do título e sim apenas temporária o dito título não compõe, de fato, a carteira de títulos do Fundo. A operação é contabilizada como uma operação líquida sob o título “op. Compromissada lastro em título público”. Outra possibilidade desse tipo de operação compromissada se dá quando o Fundo de Investimento empresta dinheiro de curtíssimo prazo a um banco e esse banco dá como garantia, títulos públicos que estejam em sua carteira própria. É como se o Fundo de Investimento tivesse “comprado temporariamente” um título público que estava

na carteira do banco e se prometido revendê-lo de volta em data pré-estabelecida. É também uma operação compromissada com lastro em título público⁷.

Note-se que esse tipo de aplicação é fortemente seguro e a concentração nelas, como também na compra efetiva de títulos públicos, nos indica o perfil eminentemente conservador da indústria de fundos. De outra parte, nos mostra também a relação existente entre a política monetária e as aplicações dos agentes, no caso de fundos de investimento.

Ainda no Gráfico 11 (a), que contabiliza as maiores aplicações vemos outras duas aplicações de Renda Fixa também têm um importante papel: as aplicações em Letras Financeiras e as Aplicações em CDBs.

Pelo Gráfico 11 (a) é possível observar a expansão das aplicações em Letras financeiras (LFs)⁸, que são aplicações em renda fixa, sendo que as regras de remuneração são definidas no momento da aplicação. Há diferentes tipos de letras e elas podem ser pré ou pós fixados (atreladas ao CDI por exemplo, ou à inflação). A Letra Financeira (LF) é uma aplicação de renda fixa de longo prazo (prazo em geral de 2 anos). Com aporte inicial alto, mínimo de R\$ 150 mil, a Letra Financeira geralmente rende mais que outros títulos, como LCI (Letra de Crédito Imobiliário e CDB (Certificado de Depósito Bancário). A rentabilidade da Letra Financeira costuma ser uma das maiores do mercado de renda fixa⁹, mas seu risco é maior do que a da aplicação em títulos públicos ou em CDB. Além do mais, seu prazo é maior e a liquidez desses títulos em mercado secundário é menor. De qualquer forma, como podem existir LFs pós fixadas ligadas ao CDI, elas seguem basicamente a trajetória e a dinâmica das expectativas das taxas de juros. Esse tipo de LFs são as mais comuns (ainda que haja as LFs pré fixadas e as pós fixadas ligadas à inflação). É por isso que a trajetória das aplicações em LFs é semelhante à trajetória das aplicações em títulos públicos efetuada pelos Fundos de I que, concentram as aplicações em títulos públicos pós-fixados Selic. Ainda assim, é possível perceber a queda das aplicações em LFs entre 2013 e 2015, quando a economia brasileira começa a crescer menos e quando

⁷ Esse detalhamento foi efetuado a partir da explicação efetuada em CORRÊA 2019b

⁸ Elas são consideradas uma aplicação de risco moderado. Elas não têm proteção do FGC. E há a necessidade de aplicação de no mínimo R\$ 150.000,00 nessa modalidade.

⁹ A incidência do imposto de renda sobre a aplicação tem a menor alíquota do mercado e o título não sofre a ação de come-cotas. Isso torna a aplicação um pouco mais rentável quando comparada a outras opções de títulos de renda fixa.

a dinâmica política foi ficando mais conturbada. A lógica da aplicação em títulos menos líquidos cai nessa fase.

Paralelamente, uma outra aplicação em renda fixa que está entre as maiores é a de CDB, que é uma aplicação conservadora, garantida pelo FGC (para investimentos até R\$ 250.000,00), rendendo mais do que a poupança (CDI é indexador do CDB).

Ou seja; considerando as aplicações de renda fixa que dominam as aplicações dos Fundos de Investimento, vemos seu perfil de segurança e liquidez como um elemento fundamental de escolha (LFs menos líquido). Nesses termos, o nível alto de taxa de juros básica é funcional à indústria, que garante rentabilidade e baixo risco.

Ainda considerando as principais aplicações vemos que as aplicações em renda variável “ações” e “debêntures” também são importantes e sua trajetória tende a ser mais expressiva nos momentos de queda da taxa de juros.

Aliás, tomando-se todas as aplicações da indústria de fundos (Gráfico 10 (a); Gráfico 10 (b) e Gráfico 10 (c)), vemos que as demais aplicações também se centram em renda fixa e muito menos em renda variável. Pelo conjunto desses dados, é possível inferir que mesmo os fundos multimercados aplicam fortemente em renda fixa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desse trabalho foi o de analisar o comportamento dos Fundos de Investimento no Brasil entre 2002 e 2021, mostrando a sua lógica de baixo risco e de rentabilidade segura, que domina aqueles que aplicam em fundos e também a aplicação dos próprios fundos. Outro objetivo derivado foi a de mostrar a relação entre a política monetária do Banco Central e as aplicações dos fundos de investimento.

Tento em vista esse escopo, no primeiro capítulo desenvolvemos a explicação quanto ao conceito de Fundos de Investimento, sua conformação no Brasil, a institucionalidade que os rege e as diversas modalidades que conformam o mercado de Fundos no país.

Depois disso no capítulo II passamos a apresentar os dados coletados e às análises. A perspectiva adotada segue o trabalho de CORRÊA (2017) de que a lógica dos aplicadores em fundos de investimento no país é a de buscar lucratividade, mas mantendo-se a perspectiva de liquidez. Ou seja, busca-se a possibilidade de realocação de portfólio nas mudanças de conjuntura com o mínimo de perdas.

No Brasil, as aplicações mais seguras e que têm amplo mercado secundário são os títulos públicos da dívida interna. Os bancos e fundos de investimento são grandes compradores desses títulos e, continuamente os trocam entre si por meio de operações compromissadas. O Banco Central, inclusive, quando efetua sua política monetária, o faz retirando ou colocando recursos em circulação através da venda ou compra “temporária” de títulos do Tesouro via “operações compromissadas” que pagam Selic diária. Os agentes individuais também podem comprar títulos públicos via Tesouro Direto, mas o domínio é o dos Bancos e Fundos.

Seguindo a lógica apresentada por CORRÊA (2017), uma das características centrais do mercado financeiro brasileiro é a de que os títulos públicos da dívida interna, além de serem altamente seguros e apresentarem um mercado secundário dinâmico, têm também a característica de apresentarem uma alta rentabilidade. Ou seja; eles agregam SEGURANÇA E RENTABILIDADE. Nesses termos a busca por esses títulos é muito alta. Quando os Bancos e/ou os Fundos, eventualmente rejeitam esse tipo de título, há ainda a possibilidade de efetuar operações compromissadas com o Banco Central, que paga a SELIC.

A tendência dos agentes econômicos é a de que em momento de estabilidade e liquidez haja a possibilidade de os mesmos procurarem posições menos líquidas e mais rentáveis. Por outro lado, nos momentos de instabilidade, a tendência é a do retorno para a liquidez, vinculada a títulos públicos.

No caso específico dos fundos de investimento, procuramos detectar essa lógica. Para tal foi preciso analisar o comportamento do PIB, dos Juros e do câmbio no período considerado, o que fizemos, construindo uma periodicidade, baseada em CORRÊA & LOURAL (2020)

Quanto ao estudo dos fundos buscamos analisar dois movimentos:

- (i) O movimento dos aplicadores nos Fundos, observando o direcionamento de seus recursos para os mesmos, olhando-se para a captação para os fundos em geral e o comportamento do Patrimônio líquido do conjunto dos fundos, como também para as diferentes modalidades de fundos
- (ii) O movimento dos gestores dos fundos, quanto à sua decisão de aplicação dos recursos captados, tomando-se o mercado como um todo

Quando ao primeiro movimento, constatamos o expressivo crescimento do patrimônio dos Fundos de Investimento ao longo dos anos 2.000, mas especialmente depois de 2008, destacando-se o avanço dos Fundos de Cotas (FICs). Quanto à análise das captações líquidas, tomando-se os dados em valores correntes, foi possível observar que houve um movimento negativo (resgates maiores do que captações) em 2014 e depois um movimento muito baixo em 2014 e 2015. Isso, por si só nos mostra que nesses momentos de expectativas negativas há um movimento de resgates muito intenso. Mesmo assim, isso mostra os dados do mercado de fundos no agregado, e não fundo a fundo.

Quando fizemos a análise mais detalhada foi possível confirmar a indicação de CORRÊA (2017). De fato:

- (a) Os fundos de renda fixa apresentaram performance negativa, quando os resgates superam as captações em situações particulares:
 - Nos anos de 2006 e 2007, quando a taxa de juros estava caindo e o país crescendo, oferecendo-se um ambiente positivo que definiu o aumento do direcionamento para os fundos multimercados e de ações

- No ano de 2008, quando há a crise de *subprime*, altas expectativas negativas e um movimento generalizado de resgates de todos os fundos (exceto os de previdência). É um momento em que as famílias resgatam recursos para seus gastos e, mesmo os detentores de maior porte também fazem isso.
- No ano de 2015, quando ocorrerá um movimento de desaceleração e crise política, havendo, mais uma vez, um processo de resgates de todos os fundos (exceto os de previdência), num comportamento que seguiu o observado em 2008.

(b) De forma geral, quando há movimentos de queda da taxa de juros, a trajetória é a da redução da captação em Fundos de Renda Fixa e aumento de captação em Fundos Multimercado e de ações. A esse respeito, devemos destacar que os fundos de ações seguem, basicamente, a mesma trajetória dos Fundos Multimercado. Destaque-se que o período de forte queda de juros e baixo crescimento entre 2016 e 2020 reforçou essa dinâmica e a novidade foi a expansão sem precedentes dos fundos de ações.

(c) Outra questão que merece, ainda comentário, refere-se à evolução constante dos Fundos de Previdência, mesmo em momentos de maior turbulência, indicando que parte dos aplicadores, de fato estão dirigindo recursos a esses fundos como forma de buscar rentabilidade, mas também como uma alternativa à previdência pública. Outra questão é a de que também indica ter sido uma preferência dos aplicadores de mais idade, no intuito de garantir direitos de herança com menor tributação.

No que se refere ao perfil das aplicações dos Fundos de Investimento, que envolve a decisão de seus gestores, análise dos dados de aplicação do conjunto de fundos nos mostrou:

(a) O claro domínio das aplicações em títulos públicos e em operações compromissadas. Essas últimas indicam as “compras temporárias” de títulos que não podem constar no balanço dos bancos como títulos próprios. Indicam “compras temporárias”, com compromisso de revenda entre os Fundos de Investimento e do Banco Central em operações que envolvem política monetária e entre os Fundos e Bancos, trocando títulos entre si. Quando

aumentam as “operações compromissadas”, significa que os fundos estão comprando títulos temporariamente (e, portanto, passando recursos para o outro agente temporariamente) e recebendo a taxa Selic por essa operação de curtíssimo prazo.

- (b) As aplicações em ações crescem muito a partir de 2006 e arrefecem nos momentos de desaceleração como em 2008 e em 2015. Um destaque importante vai para o crescimento expressivo das mesmas entre 2018 e 2020
- (c) Até 2011 as aplicações em CDBs eram consideráveis, mas depois daí as aplicações alternativas que sobem mais são as Letras Financeiras

Ainda que seja possível constatar o crescimento das aplicações alternativas, o que chama a atenção é o domínio das Aplicações em títulos públicos e operações compromissadas. Especialmente entre 2016 e 2021, quando se expandiam as aplicações em ações, vimos também um salto nas aplicações em títulos públicos, mantendo-se o seu domínio.

A esse respeito, é importante lembrar que cada um dos fundos segue a legislação, que define limites de aplicações nas diferentes modalidades de possibilidades existentes. No entanto, é importante destacar que, para além dos Fundos de Renda Fixa (DI, Curto Prazo e Renda Fixa), que podem aplicar a sua totalidade de recursos em títulos públicos (os fundos de CP e RF podem fazer isso também se quiserem), os demais podem também aplicar uma parte de seus recursos nesse tipo de título líquido e de boa rentabilidade. O que os dados nos demonstram é que eles têm feito isso para garantir que uma parte de suas aplicações esteja segura,

Referências Bibliográficas

ANBIMA (2014a). **BOLETIM ANBIMA, ano 4, n.5, fev. 2014**. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoestecnicas/boletins/privatebanking/Documents/bol-pb_005_fev_14.pdf>. Último acesso: junho 2023.

ASSET Management (2020). A brave new world.. Relatório publicado em fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/pwc-asset-management-2020-a-brave-new-world-final.pdf>>. Último acesso: junho 2023.

ANBIMA (2014b). **BOLETIM ANBIMA DE VAREJO**. Rio de Janeiro: ANBIMA, ano 2, n.2, mar. 2014. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/varejo/Documents/boletim_vesao%202014_final.pdf>. Último acesso: junho 2023.

ANBIMA (2014C). **BOLETIM ANBIMA FUNDOS DE INVESTIMENTO**. Rio de Janeiro: ANBIMA, ano 9, n. 99, jul. 2014. 7 p. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundosde-investimento/Documents/BoletimFI_201407.pdf>. Último acesso: junho 2023.

IBMEC (2013). **CONTAS FINANCEIRAS CEMEC**: informativo da poupança financeira. São Paulo: IBMEC, set. 2013. 52 p. Disponível em: <<http://www.cemec.ibmec.org.br/download/CEMEC%20INFORMATIVO%20-%20POUPAN%3%87A%20FINANCEIRA%20-%20Setembro%202013.pdf>>. Último acesso: junho 2023.

CORRÊA, Vanessa Petrelli; SANTOS, Claudio Hamilton. (2013). Modelo de crescimento brasileiro e mudança estrutural - avanços e limite in **Padrão de Acumulação e desenvolvimento Brasileiro**. São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo.

CORRÊA, Vanessa Petrelli (2017). Ajuste de portfólio dos bancos públicos e privados brasileiros entre 2000 e 2017: da expansão do crédito ao privilégio da aplicação em operações compromissadas. **Texto para Discussão NUDPP- IERI/UFU**, 2017.

CORRÊA, Vanessa Petrelli (2019). **Dinâmica dos juros e construção de uma periodicidade em termos das aplicações dos detentores de capital no Brasil** Texto para discussão NUDPP-IERI/UFU 2019.

CORRÊA, V. P. & LOURAL, M. S. (2020). Regimes de crescimento da Economia Brasileira entre 2004 e 2018 – Não transformações e limites **in BRASIL ESTADO SOCIAL CONTRA A BARBÁRIE**. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo

FEIL, Fernanda; SLIVNIK, Andrej; FRANÇA, Beatriz & GAZZETT, Christian (2018). **Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES: Notas sobre suas evoluções patrimoniais recentes**, in PRÊMIO ABDE 2017. Rio de Janeiro: Ed. ABDE/BID, 2018.

FERREIRA, Adriana Nunes (2014). **Os fundos de investimento no Brasil de 2008 a 2013: Institucionalidade e Interfaces com a Política Econômica**. Textos para Discussão IPEA número 2.153.

FILGUEIRA, Antônio; JORGE, Caroline (2013). **Novos caminhos, novos olhares**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2013. 43 p. (Texto para discussão n. 1. set. 2013). Trabalho apresentado no 7º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoestecnicas/estudos/textoparadiscussao/Documents/Novos-Caminhos-%20Novos-Olhares.pdf>>. Último acesso: junho 2023.

A indústria de fundos de investimento brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais. Textos para discussão ANBIMA, número 3 nov 2014

FERNANDO, Deepthi; KLAPPER, Leora.; SULLA, Victor; VITTAS, Dimitri. **The global growth of mutual funds**. [s.l.]: The World Bank, 2003. 44 p. (Policy Research Working Paper n. 3055. May. 2003). Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3055>>. Último acesso: junho 2023.

SANTOS, Cláudio Hamilton Matos, FERREIRA Adriana Nunes; SILVA, Antônio Carlos Macedo; DE CONTI, Bruno; PRATES, Daniela Magalhães; OLIVEIRA, Giuliano Contento (2016). A caracterização estrutural do sistema financeiro brasileiro:

uma agenda de pesquisa, in SANTOS, C.H.M. org, **Características estruturais do sistema financeiro brasileiro – um resgate da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015**, vol 1. Brasília: Ed IPEA.

SGAVIOLI, R. (2021). **A recente evolução dos fundos de previdência**. Disponível em <https://conteudos.xpi.com.br/fundos-de-investimento/relatorios/a-recente-evolucao-dos-fundos-de-previdencia/>. Último acesso: junho 2023.