

A CARACTERIZAÇÃO ESTRUTURAL DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: UMA AGENDA DE PESQUISA

Cláudio Hamilton Matos dos Santos¹

Adriana Nunes Ferreira²

Antônio Carlos Macedo e Silva³

Bruno De Conti⁴

Daniela Magalhães Prates⁵

Giuliano Contento de Oliveira⁶

1 INTRODUÇÃO

A visão do *mainstream*⁷ da macroeconomia sobre as imbricações entre a dinâmica dos mercados financeiros e o funcionamento da economia produtiva parece ter mudado significativamente com a crise econômica global de 2008. Com efeito, enquanto os modelos convencionais anteriores à crise⁸ invariavelmente tomavam como válidas as implicações do teorema de Modigliani e Miller (1958), tratando as finanças essencialmente como véus, o imediato pós-crise viu surgir uma nova geração de modelos com “fricções financeiras”, nos quais a dinâmica dos mercados financeiros pode ter importantes implicações para a economia produtiva.⁹

Nesse sentido, a profissão parece, finalmente, ter se aproximado de autores clássicos como Fisher (1933), Keynes (1936), Minsky (1975), Kindleberger (1978) e Tobin (1982) – que sempre enfatizaram o papel central das finanças nas flutuações macroeconômicas. Esta centralidade é presente também nos modelos *stock-flow consistent*, crescentemente populares na heterodoxia.¹⁰

Não obstante essa aparente convergência, a caracterização precisa dos mercados financeiros continua a desafiar tanto macroeconomistas como contadores nacionais, ainda que por motivos diversos. Enquanto macroeconomistas, em geral, trabalham com graus de abstração relativamente altos – procurando encontrar “estilizações

1. Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

2. Pesquisador do Programa de Mobilização da Competência Nacional para Estudos sobre o Desenvolvimento (Promob).

3. Pesquisador do Promob.

4. Pesquisador do Promob.

5. Professora associada do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

6. Pesquisador do Promob.

7 Os termos *mainstream* e “literatura convencional” serão utilizados como sinônimos.

8. Baseados, em grande medida, no trabalho de Smets e Wouters (2007).

9. Ver Brunnermeier *et al.* (2012) para uma revisão dessa literatura.

10. Ver Caverzasi e Godin (2015) para uma revisão dessa literatura. Economistas pós-keynesianos, em geral, sempre consideraram a dicotomia real-monetário flagrantemente artificial. Nessa abordagem, os lados “monetário-financeiro” e “produtivo” são totalmente indissociáveis.

simples” com alto poder explicativo –,¹¹ os contadores nacionais têm tomado para si a tarefa de caracterizar e mensurar, nas chamadas “contas econômicas integradas”, a magnitude e a composição precisas dos estoques de riqueza (e respectivos passivos) financeira(os) e dos fluxos de intermediação financeira (ONU *et al.* 2009).¹²

A caracterização da riqueza (e dos respectivos passivos) financeira(os) no Brasil e o estudo das inter-relações dinâmicas entre os mercados financeiros e o restante da economia brasileira são os objetos do projeto de pesquisa *Metodologias de acompanhamento dinâmico dos mercados financeiros brasileiros*, lançado pela Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea em 2013. Este texto é essencialmente um *progress report* dos primeiros dois anos do referido projeto, que deverá se estender até o início de 2017.

O projeto parte da hipótese de que é possível caracterizar o sistema financeiro brasileiro a partir do estudo das instituições que o compõem, notadamente os bancos, os fundos de investimento, os fundos de pensão, o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil (BCB). Todavia, a operacionalização desta hipótese não foi trivial por vários motivos.

Primeiramente, os melhores números disponíveis sobre a riqueza financeira brasileira – aqueles disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) nas contas de patrimônio financeiro das contas econômicas integradas (IBGE, 2011; 2015) –, por serem muito agregados, não possibilitam a apreensão da diversidade institucional que caracteriza o sistema financeiro brasileiro.¹³

Foi necessário, portanto, levantar as bases de dados específicas de cada setor, o que, por sua vez, implicou um estudo detalhado – e necessariamente artesanal – das institucionalidades que os caracterizam. Faz diferença, por exemplo, se um determinado fundo de pensão é fechado ou aberto, se um dado fundo de investimento é de renda fixa ou multimercado, ou se o banco A ou B faz ou não parte de um conglomerado financeiro e/ou econômico. Essas informações estão disponíveis, mas raramente são devidamente articuladas e contextualizadas na literatura supracitada.

O que se segue é um resumo dos principais resultados da pesquisa até o momento. Estes estão divididos em seis partes. As seções 2, 3, 4 e 5 detalham a estrutura e a evolução dos balanços patrimoniais do Tesouro Nacional e do BCB (seção 2), dos bancos comerciais (seção 3), dos fundos de investimento (seção 4) e dos fundos de pensão (seção 5). Nos três últimos casos, também é enfatizado o grau de concentração – invariavelmente muito alto – dos setores em questão.

11. Krugman (2000) discute esse ponto.

12. A rigor, as contas econômicas integradas passam a ser o padrão oficial das contas nacionais mundiais a partir de ONU *et al.* (1993).

13. Mais informações sobre esse assunto na seção 6 deste capítulo.

A seguir, a seção 6 procura dar ao leitor uma visão tão clara quanto possível do *setor financeiro brasileiro como um todo* – isto é, das especificidades patrimoniais de cada conjunto de instituições que compõem o referido sistema, assim como das interdependências entre estas instituições. Por fim, a seção 7 apresenta algumas notas acerca dos próximos passos da pesquisa.

2 O BANCO CENTRAL E O TESOURO NACIONAL

Tesouro e Banco Central desempenham, em qualquer país, papel central na evolução da riqueza financeira. Um dos vários motivos dessa centralidade é o impacto das políticas adotadas por essas duas instituições¹⁴ sobre a dívida pública (o que abre espaço para a coordenação entre elas). Os títulos emitidos pelo Tesouro (como também, em muitos países, pelo Banco Central)¹⁵ têm, de forma geral, peso significativo no total de instrumentos financeiros negociados nos mercados financeiros domésticos. São, ademais, nas condições contemporâneas, intensamente utilizados na execução da política monetária: são parte importante (quando não exclusiva) das operações de compra ou venda *outright* de títulos pela autoridade monetária; são, em geral, o lastro das operações compromissadas. São igualmente o lastro de uma parte importante das operações realizadas entre empresas financeiras, bem como entre estas e o restante do público.

A tabela 1 é uma descrição do balanço financeiro do governo *federal* brasileiro.¹⁶ As informações provêm da planilha do BCB de dívida líquida e bruta do governo *geral*; e as rubricas de menor importância foram agregadas como outros ativos ou passivos. O único acréscimo foi o do valor das participações societárias da União, como publicado no Balanço do Setor Público Nacional.¹⁷

No lado dos ativos, chama a atenção o crescimento dos créditos concedidos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – que tem, por contraponto, o progressivo esvaziamento do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). As disponibilidades no BCB (correspondendo ao saldo da Conta Única do Tesouro) também aumentaram, de forma mais discreta, até outubro de 2015. Veremos a seguir, ao focar a mesma rubrica do ponto de vista do BCB, que esse crescimento é de natureza fundamentalmente contábil.

No lado dos passivos, a estabilidade da razão dívida mobiliária federal interna/produto interno bruto (PIB) oculta a queda da fração diretamente detida pelo público (até 2014), cuja contrapartida foi o aumento da carteira do BCB e,

14. De formas diversas, a depender da institucionalidade.

15. Sobre a emissão de títulos pelos bancos centrais no período recente, ver: Gray e Pongsaparn (2015).

16. Ver, no anexo, os balanços financeiros dos estados e municípios.

17. O balanço elaborado pelo Tesouro é, sem dúvida, mais completo. Entretanto, as rubricas em que estão distribuídos ativos e passivos não são convenientes para a análise pretendida neste capítulo.

em particular, da parte dela que opera como lastro das operações compromissadas. O fenômeno será também revisitado abaixo. A outra mudança notável foi a redução da dívida externa do governo federal.

TABELA 1
Ativos e passivos financeiros do governo federal (2006-out. 2015)
(Em % do PIB)¹

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	out./2015
Ativos	39,1	38,0	37,6	43,9	43,2	44,4	48,9	44,1	43,2	41,0
Conta única	9,3	10,1	8,4	12,8	10,7	11,5	14,1	12,7	11,0	13,4
Créditos concedidos a instituições financeiras oficiais	0,5	0,3	1,4	4,5	6,8	7,7	9,3	9,1	9,9	10,0
Créditos junto ao BNDES			1,2	4,1	6,3	7,3	8,5	8,0	8,8	9,1
Renegociação ²	13,5	12,8	12,9	12,1	11,3	10,8	10,8	9,6	9,2	9,4
Recursos do FAT	5,4	5,1	5,1	5,0	4,5	4,4	4,6	4,1	4,2	4,4
Equalização cambial ³			5,7					0,1	1,2	2,3
Outros ⁴	4,7	4,0	3,7	3,7	3,8	3,5	3,6	3,1	3,3	3,7
Participação societária	5,6	5,7	6,1	5,7	6,1	6,6	6,5	5,7	5,6	n.d.
Passivos	63,0	61,8	62,3	67,0	63,7	63,3	66,6	60,0	62,0	67,0
Dívida mobiliária federal interna	57,4	57,9	58,0	63,9	61,3	61,2	64,4	58,0	59,9	64,5
DPMFi (em mercado)	45,1	44,8	41,7	43,9	42,5	43,0	43,6	39,3	39,5	43,4
Operações compromissadas do BCB	3,2	6,8	10,7	14,3	7,7	8,3	11,9	10,3	14,7	16,8
Títulos livres na carteira do BCB	9,1	6,3	5,6	5,7	11,0	9,9	8,7	8,3	5,6	4,2
Dívida externa do governo federal	5,6	3,8	4,2	3,0	2,3	1,9	2,0	1,7	1,9	2,4
Equalização cambial				1,6	1,3	0,3	0,2			
Dívida bancária	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Fontes: Tesouro Nacional (para as participações societárias da União) e BCB (2015, quadro 5). Acesso em: 15 nov. 2015.

Notas: ¹ Dados até outubro de 2015.

² O item *renegociação* diz respeito ao Proes e às Leis nºs 8.727/1993 e 9.496/1997.

³ A *equalização cambial* aparece como ativo ou passivo, a depender dos resultados verificados no segundo semestre de um ano e carregados para o exercício posterior.

⁴ O item *outros* inclui arrecadação a recolher, depósitos à vista, previdência social, dívidas reestruturadas, aplicações em fundos e programas e outros créditos do governo federal.

Em 2013, o total de ativos do BCB, de R\$ 1,9 trilhão, equivalia a 11,6% do total de ativos financeiros das empresas financeiras (IBGE, 2015). Como razão do PIB, seu portfólio aumentou de 21,2% em 2003 para 38,6% em 2014 (tabela 2).¹⁸

O lado ativo é aparentemente fácil de interpretar, ao menos no que diz respeito à sua primeira rubrica. O BCB, como os bancos centrais de vários outros países

18. A comparação com os anos anteriores é dificultada por alterações nas práticas contábeis, que se mantiveram, *grossomodo*, estáveis a partir de 2003. A tabela 2 apresenta o balanço patrimonial do BCB de forma simplificada; como no caso do Tesouro, itens de menor importância foram agregados numa categoria residual ("outros").

em desenvolvimento, empenhou-se em converter parte dos abundantes influxos de capitais em reservas oficiais, na intenção de constituir um colchão de segurança em moeda estrangeira para fortalecer a economia nacional diante de choques financeiros externos (de 2004 a 2009) e moderar a pressão altista sobre a moeda nacional devido aos seus efeitos negativos sobre a competitividade da indústria doméstica (de 2010 a 2014).¹⁹

A razão entre o valor do ativo líquido em moeda estrangeira e o PIB passou de 3,3% em 2003 para 17,8% em 2014. Convém lembrar que a trajetória dessa razão não reflete apenas as aquisições líquidas de ativos externos pelo BCB²⁰ (e, é claro, o comportamento do PIB). No período, além de variações no valor dos ativos externos do BCB em suas moedas de denominação, pesaram também a significativa contração dos passivos externos da instituição e o impacto das variações na taxa de câmbio.²¹

TABELA 2
Balço patrimonial do BCB (2003-2014)
(Em % do PIB)

Ativos e passivos	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ativos	21,2	20,5	20,3	21,8	26,7	32,7	34,1	32,6	35,4	36,7	36,4	38,6
Ativo líquido em moeda estrangeira	3,3	3,6	5,7	7,6	11,8	15,5	12,3	12,2	14,9	16,2	16,9	17,8
Ativo em moeda local	17,9	16,8	14,6	14,3	14,9	17,2	21,9	20,4	20,5	20,4	19,5	20,8
Títulos públicos federais	16,3	15,6	13,0	12,6	13,2	16,0	19,2	18,1	17,2	19,3	18,5	20,2
Outros	1,6	1,2	1,6	1,6	1,7	1,2	2,6	2,3	3,3	1,1	1,0	0,6
Passivos	21,2	20,5	20,3	21,8	26,7	32,7	34,1	32,6	35,4	36,7	36,4	38,6
Fatores autônomos	12,8	12,7	13,8	13,7	14,4	18,7	17,6	15,4	17,9	18,5	18,2	17,5
Obrigações com o governo federal	7,3	8,1	9,7	9,4	10,2	14,1	12,4	10,6	13,2	13,5	13,3	12,6
Meio circulante	3,0	3,2	3,2	3,6	3,8	3,7	4,0	3,9	3,7	4,0	4,0	4,0
Outros	2,49	1,44	0,85	0,76	0,49	0,92	1,17	0,98	0,97	1,03	0,93	0,89
Operações líquidas de política monetária (compromissadas)	3,8	3,0	1,7	3,2	6,9	11,1	13,7	7,4	7,8	11,4	11,0	15,2
Depósitos de instituições financeiras	4,6	4,7	4,8	4,9	5,4	2,9	2,9	9,8	9,7	6,8	7,2	5,9

Fonte: BCB – Demonstrações financeiras. Acesso em: 15 nov. 2015.

Qualquer banco central pode, em princípio, financiar o crescimento de sua carteira de ativos mediante a emissão de moeda, determinando expansão

19. Para mais detalhes sobre a estratégia de acumulação de reservas do BCB, ver Prates (2015).

20. As aquisições líquidas foram positivas, *grasso modo*, entre fins de 2004 e setembro de 2008; foram negativas, por conta da crise financeira, até fevereiro de 2009, quando começou novo período de acumulação de reservas, que perdurou até novembro de 2012. A partir daí, houve oscilações entre aquisições e vendas líquidas, com o predomínio das últimas.

21. *Grasso modo*, a taxa de câmbio caiu de 2003 a 2007, com a valorização do real incidindo negativamente sobre a razão ativos externos/PIB. A desvalorização em 2008 foi sucedida por dois anos de valorização do real. A partir de 2011, assentou-se uma tendência à desvalorização do real.

tanto do meio circulante quanto (e principalmente) dos depósitos de instituições financeiras na própria instituição. Financiada dessa forma, porém, a aquisição de ativos tende a criar excesso de liquidez, promovendo a queda da taxa de juros²² no mercado interbancário em relação à *policy rate* (no caso brasileiro, a meta da taxa Selic). Ora, fazer valer sua meta para a taxa de juros é o propósito cotidiano da autoridade monetária (Bindseil, 2004; 2011) – que pode, entretanto, coordenar a implementação da política com o Tesouro.

No caso brasileiro, o BCB intensificou, no período, o emprego daquele que é, por excelência,²³ seu mecanismo de *enforcement* da Selic: as operações compromissadas *passivas*, mediante as quais a autoridade monetária absorve (esteriliza) liquidez.

As operações compromissadas, no Brasil, têm (de acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF) como lastro exclusivo títulos emitidos pelo Tesouro. Para executar a política monetária, o Banco Central *precisa* ter em sua carteira a quantidade adequada desses títulos. O crescimento dessa carteira foi assegurado pela criação, em 2008, da chamada Conta de Equalização Cambial, instituída por meio da Lei nº 11.803. Por esse mecanismo, o Tesouro ressarcе o BCB (na forma de títulos) pelas eventuais perdas sofridas no carregamento das reservas oficiais.²⁴ Ademais, a mesma lei que instituiu a conta garantiu a esse banco o direito de requerer (sem ônus financeiro) do Tesouro o fornecimento de títulos sempre que sua carteira caísse abaixo de certo valor. Os períodos de valorização do real e o exercício da “opção” do BCB contra o Tesouro explicam – somados ao efeito (de fato predominante) da “incorporação de juros” ao valor dos títulos em carteira – o crescimento da razão títulos da dívida pública/PIB.²⁵

A dinâmica das operações compromissadas não foi, porém, um reflexo perfeito das operações externas do BCB. Seria surpreendente se isso tivesse ocorrido, já que a liquidez da economia (como o portfólio do BCB) está sempre sujeita a uma série de *outros* choques, ditos *autônomos*. Entre esses choques, destacam-se aqueles que produzem as oscilações nas disponibilidades do Tesouro em sua conta no Banco Central. Os dados aqui apresentados, nas tabelas 1 e 2, parecem corroborar essa ideia: mostram a importância, indicada tanto pelo nível quanto pelas flutuações, dessas disponibilidades.

22. E não o aumento dos empréstimos ao público. Em contraste com as explicações, ainda hoje encontradas em livros-texto, o crescimento dos empréstimos não responde automaticamente ao crescimento das reservas bancárias, e sim à demanda por empréstimos, dada a avaliação de risco por parte dos bancos.

23. O BCB não faz uso, no mercado aberto, de operações definitivas (*outright purchases*), tampouco das *standing facilities*.

24. A rentabilidade do carregamento das reservas externas é calculada como a remuneração dos ativos, subtraída das (somada às) perdas decorrentes da queda (aumento) do valor em reais dos ativos externos e subtraída do custo (imputado) do passivo associado ao carregamento das divisas.

25. A conta de equalização determina, *ceteris paribus*, movimentos opostos (e defasados) entre o ativo líquido externo e a carteira de títulos do BCB: quando o real se valoriza ao longo do semestre, o valor dos ativos externos cai; no final do semestre, calcula-se a compensação devida pelo Tesouro; no semestre seguinte (se não houver atraso), o Tesouro efetiva o pagamento, inflando efetivamente a carteira de títulos.

O valor das obrigações do BCB para com o Tesouro é uma variável complexa: aumenta com a remuneração do saldo da Conta Única pelo BCB²⁶ e com a transferência dos resultados positivos auferidos pelo próprio banco (a título de equalização cambial²⁷ ou como decorrência das demais operações desse, uma vez descontada a constituição de reservas incrementando o patrimônio líquido). Aumenta também quando as receitas do Tesouro superam suas despesas primárias e quando o Tesouro realiza emissões líquidas (positivas) de títulos (que são colocados junto ao público). Em contraste com as transferências entre o Tesouro e o BCB, o *superavit primário* e a emissão líquida pelo Tesouro absorvem parte da liquidez da economia. No sentido oposto, o *deficit* primário e o resgate líquido de títulos contraem a liquidez.

A tabela 3 apresenta o saldo da Conta Única do Tesouro (como razão do PIB), assim como os fatores determinantes de sua variação anual (exclusive a variação do próprio PIB, motivo pelo qual a soma dos fatores não equivale à variação anual da razão). A última rubrica inclui as transferências tanto do resultado da Conta de Estabilização Cambial quanto do resultado do exercício (líquido do resultado da Conta de Estabilização Cambial).

TABELA 3
Conta Única do Tesouro: nível e fatores condicionantes
(Em % do PIB)

Saldo inicial e fatores determinantes de sua variação	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo inicial	5,1	6,1	7,3	8,7	8,3	8,9	7,7	10,5	9,2	10,1	12,0	11,9
(+) remuneração	1,1	0,9	1,3	1,1	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0
(+/-) depósitos/saques	0,7	1,0	1,0	-0,4	0,8	-1,7	-2,0	-1,4	0,2	-1,1	-1,2	-2,6
(+) transferência de resultado positivo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	5,6	0,5	0,4	3,2	0,9	0,7

Fonte: BCB – Demonstrações Financeiras. Acesso em: 15 nov. 2015.

O comportamento das contas primárias e as decisões de gestão da dívida pelo Tesouro (coordenadas ou não com o BCB) podem ter por efeito amortecer ou exacerbar o recurso, pelo último, às intervenções compensatórias no mercado aberto. No Brasil, a fase mais intensa de acumulação de reservas externas coincidiu, *grosso modo*, com um período de emissões líquidas de títulos, contribuindo –

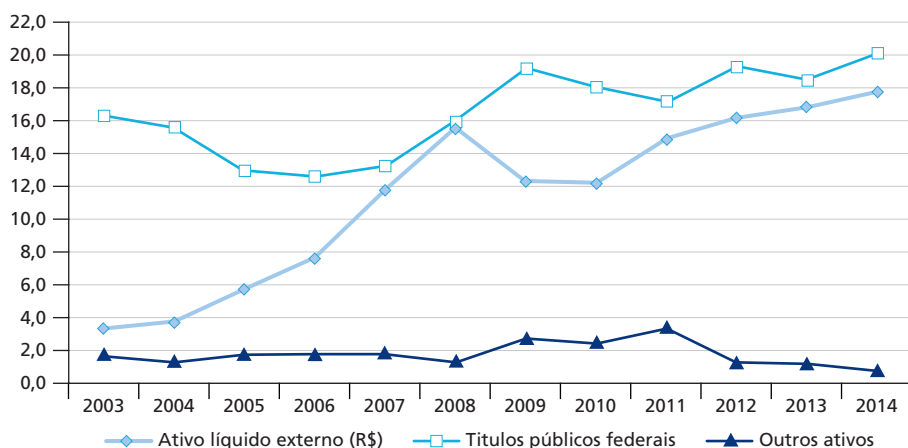
26. Vale lembrar que a acumulação de juros afeta simultaneamente o passivo e a carteira de títulos públicos do BCB.

27. Durante um semestre de *desvalorização* do real, o BCB acumula créditos a pagar ao Tesouro. No final do semestre, o aumento no valor dos ativos externos em reais terá como contrapartida, no passivo do BCB, o aumento das obrigações com o governo federal. No semestre subsequente, quando a obrigação for liquidada, seu valor será incorporado efetivamente ao saldo da Conta Única. O mecanismo explica as diferenças (em alguns anos, significativas) entre as disponibilidades do Tesouro no BCB, como aparecem na tabela 1, e as obrigações com o governo federal, como aparecem no balanço do BCB.

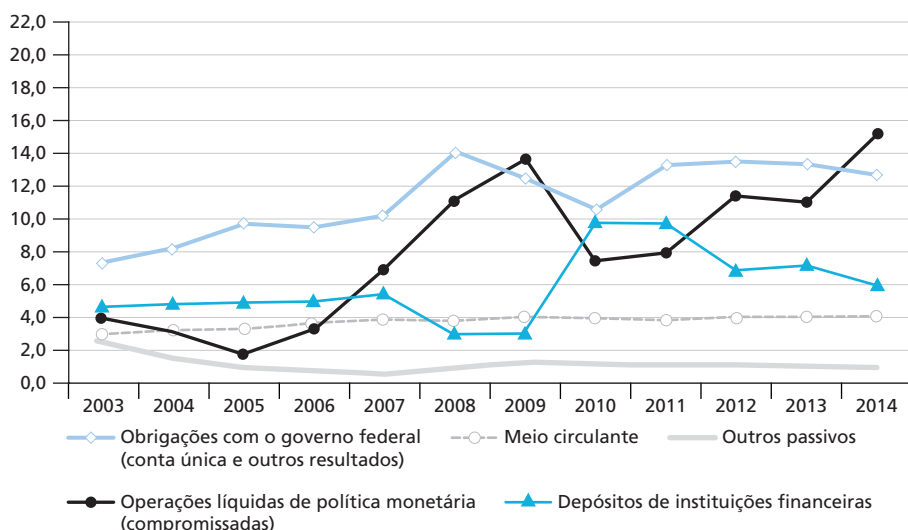
com a expansão das operações compromissadas – para a absorção de liquidez. Após a queda das reservas externas ocorrida entre meados de 2008 e o início de 2009, associada ao auge do efeito-contágio da crise financeira global, seguiu-se um período de acumulação mais lenta de ativos externos. Durante esse período, predominaram as operações de resgate líquido de títulos por parte do Tesouro, determinando injeções de liquidez que foram devidamente acomodadas pela expansão das operações compromissadas.

GRÁFICO 1
Ativos e passivos do Banco Central (2003-2014)
(Em % do PIB)

1A – Ativos



1B – Passivos



As operações compromissadas *acomodaram* igualmente variações mais episódicas, mas importantes, nos depósitos de instituições financeiras, em função de alterações, por parte do BCB, nas regras dos depósitos compulsórios. No último trimestre de 2008, diante do empocamento da liquidez no mercado interbancário decorrente do efeito-contágio da crise financeira global, o BCB relaxou essas regras. O resultado foi que, num contexto de elevada aversão ao risco, os recursos compulsoriamente estacionados no BCB, uma vez liberados, buscaram a remuneração granjeada pelas operações de mercado aberto, por conseguinte, expandidas pelo BCB, como destacado na subseção 3.3. Lá permaneceram, voluntariamente estacionados, até a reversão, em 2010, das medidas adotadas em resposta à crise financeira global.

3 OS BANCOS COMERCIAIS

Esta seção está dividida em três subseções. A seguir, na subseção 3.1, são realizadas qualificações sobre as demonstrações contábeis das instituições financeiras no Brasil. Depois disso, analisa-se a posição patrimonial do sistema bancário em dezembro de 2013, para efeito de mensuração do setor a partir do conceito *consolidado bancário I*. Por fim, discute-se brevemente a evolução da estrutura patrimonial do sistema, enfatizando as informações mais reveladoras sobre as transformações ocorridas no período mais recente.

3.1 Demonstrações contábeis das instituições financeiras brasileiras

A fim de entender os balanços das instituições financeiras, é importante diferenciar entre bancos independentes; bancos que fazem parte de *conglomerados financeiros*; e bancos que fazem parte de conglomerados econômicos.

Um conglomerado financeiro é um conjunto de entidades financeiras que consolidam seus demonstrativos contábeis e em cuja composição existe ao menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial. Portanto, diferentemente do *conglomerado econômico*, que inclui as entidades não financeiras no processo de consolidação das demonstrações contábeis, o conglomerado financeiro é composto, de acordo com o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – Cosif²⁸ (BCB, 1987, p. 82), pelo “conjunto de entidades financeiras vinculadas, diretamente ou não, por participação acionária ou por controle operacional efetivo, caracterizado pela administração ou gerência comum, ou pela atuação no mercado sob a mesma marca ou nome comercial”.²⁹

Em termos gerais, a ideia da consolidação de demonstrações contábeis consiste em considerar apenas as transações do grupo econômico ou financeiro com terceiros, fora do grupo, sendo excluídas as transações realizadas entre suas entidades

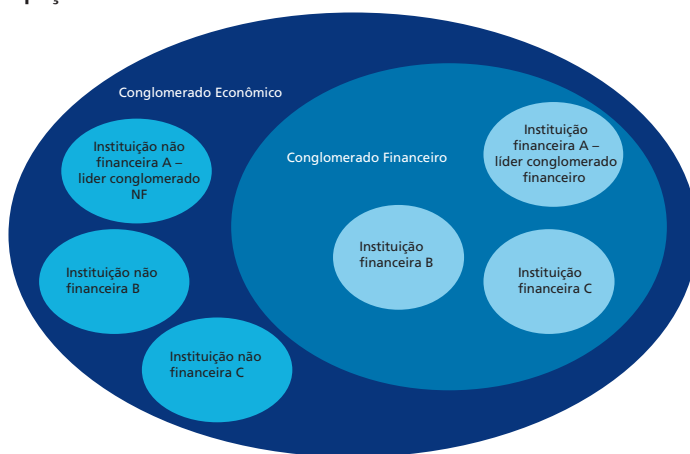
28. Instituído pela Circular nº 1.273, de 29 de dezembro de 1987.

29. Para mais informações, ver: <<http://goo.gl/14IkHa>> e <<http://goo.gl/vu1Ufw>>. Já o conglomerado econômico, de acordo com o BCB, “inclui também as demais entidades não financeiras” (BCB, [s.d.]).

integrantes. Assim, a instituição líder é apenas uma entre as diversas instituições que formam a referida *holding* financeira.

Não obstante, vale salientar que, embora um conglomerado financeiro seja formado por um conjunto de instituições financeiras, uma ou mais entidades de um dado conglomerado financeiro pode deter participação societária em uma ou mais entidades não financeiras, as quais também integram um dado conglomerado econômico, tal como mostrado na figura 1.

FIGURA 1
**Instituição líder, conglomerado financeiro e conglomerado econômico:
participações societárias**



Elaboração dos autores.

Dessa forma, podem existir estruturas societárias nas quais as instituições financeiras que formam um dado grupo econômico-financeiro detêm participações societárias nas empresas não financeiras participantes do mesmo conglomerado, sendo que as operações cruzadas realizadas entre tais entidades não são objeto de consolidação contábil. Nesse tipo de caso, a demonstração contábil do conglomerado financeiro vai incorporar os ativos e resultados de entidades que não fazem parte dele, mas que são controladas total ou parcialmente por instituições financeiras integrantes do referido conglomerado.³⁰ Portanto, havendo participação societária de instituições financeiras em entidades não financeiras (não pertencentes ao conglomerado financeiro, mas ao

30. Nesse caso, as empresas não financeiras não são consolidadas *linha a linha*. A referida participação proporcional à participação societária que a instituição financeira detém sobre a entidade não financeira vai aparecer somente na conta de seu ativo permanente (investimento). No caso do demonstrativo de resultados, a referida participação aparecerá na conta "resultados de participação em controladas e coligadas".

conglomerado econômico), os resultados destas irão afetar os resultados daquelas.³¹ A figura 1 mostra essa situação: as instituições financeiras B e C possuem participações societárias nas empresas não financeiras do mesmo grupo.

3.2 A posição patrimonial do sistema bancário em 2013

A seguir, são apresentadas as principais contas patrimoniais do sistema bancário no Brasil, a partir do conceito *consolidado bancário I*. De acordo com o BCB, o consolidado bancário I diz respeito à somatória das posições contábeis das instituições bancárias do tipo instituições independentes I e conglomerado bancário I. As instituições independentes I são as instituições financeiras tipo banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou caixa econômica que não integram conglomerado. O conglomerado bancário I corresponde aos conglomerados financeiros que detêm pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial. O consolidado bancário I correspondia a 84% do ativo total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em dezembro de 2013.

Como mostra a tabela 4, o ativo total do sistema bancário no Brasil totalizava R\$ 5,5 trilhões, dos quais R\$ 1 trilhão correspondia a operações com títulos e valores mobiliários e R\$ 2,2 trilhões, a operações de crédito e arrendamento mercantil, líquidos de provisão para créditos de liquidação duvidosa (PCLD). As aplicações interfinanceiras,³² formadas predominantemente pelas operações compromissadas e, de forma bem menos relevante, pelas aplicações em depósitos interfinanceiros, bem como pelas aplicações em moedas estrangeiras, correspondiam a R\$ 799 bilhões, enquanto as relações interfinanceiras, cuja subconta mais relevante corresponde aos créditos vinculados (que inclui as chamadas reservas compulsórias, que os bancos recolhem junto ao BCB), equivaliam a R\$ 397 bilhões. A conta outros créditos,³³ por seu turno, somava R\$ 786 bilhões.

31. O resultado, contudo, não é explicitado *linha a linha*, diferentemente do conglomerado econômico-financeiro. Neste, a participação de entidades financeiras em entidades não financeiras deve ser consolidada *linha a linha*. Informações obtidas com um analista do BCB.

32. As aplicações interfinanceiras de liquidez mais os títulos públicos da carteira própria de curto prazo são consideradas as reservas secundárias dos bancos ante o elevado grau de liquidez desses ativos.

33. A conta *outros créditos* (Cosif 18000009) contempla operações sem características de concessão de crédito, diferentemente da conta *operações de crédito* (Cosif 16000001). A conta *outros créditos* contempla avais e fianças honradas, rendas a receber, negociação e intermediação de valores, créditos específicos e, principalmente, carteira de câmbio e demais operações ou diversos, que inclui as seguintes subcontas: avais e fianças honradas, carteira de câmbio, rendas a receber, negociação e intermediação de valores, diversos e provisões para outros créditos. As subcontas mais representativas são carteira de câmbio e diversos. A primeira inclui operações como câmbio comprado a liquidar, direitos sobre vendas de câmbio, valores em moedas estrangeiras a receber, entre outras. A conta diversos, por sua vez, é formada por rubricas como cheques a receber, adiantamentos ao Fundo Garantidor de Créditos (FGC), créditos decorrentes de contratos de exportação, créditos tributários de impostos e contribuições, entre outras. Para consultar cada uma das contas patrimoniais dos bancos, ver BCB (1987).

TABELA 4

Balço patrimonial do sistema bancário no Brasil – consolidado bancário I (dez. 2013)
(Em R\$ bilhões correntes)¹

Ativo		Passivo	
Ativo circulante e realizável	5.310,0	Passivo circulante e exigível	5.064,2
Disponibilidades	69,4	Depósitos totais	1.775,3
Aplicações interfinanceiras	798,7	À vista	237,5
TVM e instrumentos financeiros derivativos	1.022,8	Poupança	601,4
Relações interfinanceiras	397,4	Interfinanceiros	79,2
Relações de interdependências	3,1	A prazo	836,4
Operações de crédito e arrendamento mercantil	2.163,9	Outros	20,8
Total	2.290,5	Captações no mercado aberto	1.195,2
PCLD	-126,5	Recursos de aceites e emissão de títulos	527,4
Outros créditos	786,0	Letras financeiras	207,0
Outros valores e bens	16,3	Outros	320,4
Permanente	188,6	Relações interfinanceiras	3,2
Imobilizado de arrendamento	52,2	Relações interdependências	23,9
		Obrigações por empréstimos e repasses	539,9
		Instrumentos financeiros derivativos	59,9
		Outras obrigações e exercícios futuros	939,3
		Patrimônio líquido	434,4
Total	5.498,6	Total	5.498,6

Fonte: BCB.

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Sobre a composição de cada uma das contas, ver Oliveira (2015) e BCB (1987).

Em relação ao passivo, devem ser destacadas as seguintes contas patrimoniais: depósitos totais, com R\$ 1,8 trilhão, sendo as modalidades mais importantes, respectivamente, depósitos a prazo (R\$ 836 bilhões), depósitos de poupança (R\$ 601 bilhões) e depósitos à vista (R\$ 238 bilhões); captações no mercado aberto, formadas por operações compromissadas (recompras a liquidar – carteira própria; recompras a liquidar – carteira de terceiros e operações compromissadas de livre movimentação),³⁴ com R\$ 1,2 trilhão; recursos de aceites e emissões de títulos, com R\$ 527 bilhões; obrigações por empréstimos e repasses (no país e no exterior), com R\$ 540 bilhões; outras obrigações e exercícios futuros, com R\$ 939 bilhões; e instrumentos financeiros derivativos, os quais somavam R\$ 60 bilhões. Em dezembro de 2013, o patrimônio líquido do sistema bancário no Brasil, considerando o conceito *consolidado bancário I*, era de R\$ 434 bilhões.

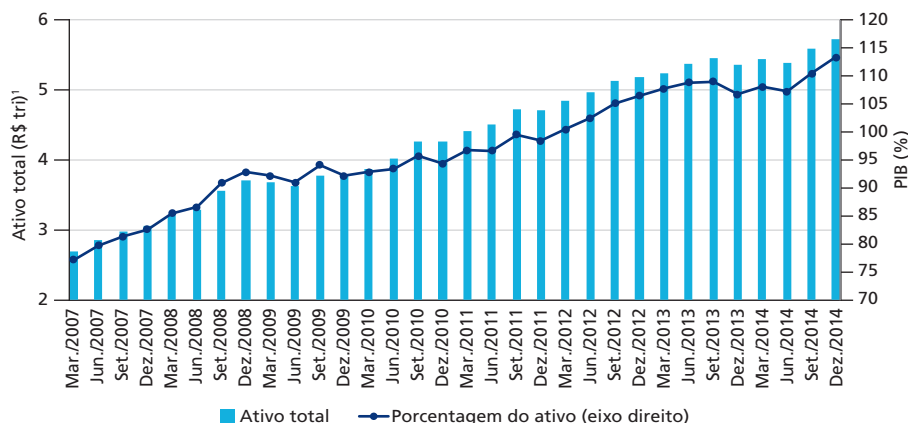
34. As recompras a liquidar da carteira própria dizem respeito às captações realizadas pelos bancos a partir do uso dos títulos da carteira da própria instituição, não adquiridos mediante operações compromissadas. A carteira própria se divide em carteira própria bancada, formada por títulos detidos pela instituição para a livre negociação de qualquer tipo de operação, e em carteira própria financiada, isto é, carteira própria do banco cujos títulos estão servindo de lastro para as operações compromissadas. As recompras a liquidar referentes à carteira de terceiros correspondem, por sua vez, às captações realizadas pelos bancos com títulos que foram comprados no mercado mediante operações compromissadas. Finalmente, as operações compromissadas de livre movimentação dizem respeito às operações compromissadas realizadas pelos bancos sem que se coloque a necessidade de essas instituições deterem a propriedade dos ativos no ato da negociação, assim como a disponibilidade de recursos. São as chamadas operações *short* (Niyama e Gomes, 2012, p. 80-83). Para mais detalhes, ver BCB (1987).

3.3 A evolução da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil

A análise da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil tomou como base a evolução das principais contas patrimoniais dos cinco grandes bancos no país, assim como do sistema como um todo, a partir do conceito de consolidado bancário I.

Em dezembro de 2014, o ativo total do sistema bancário no Brasil, consolidado bancário I,³⁵ era de R\$ 5,7 trilhões, a preços de 2013, o equivalente a 113,2% do PIB do país. No início do período considerado, nos estudos realizados, a saber, primeiro trimestre de 2007, o ativo total do sistema era de R\$ 2,7 trilhões, também a preços de 2013, valor equivalente a 77,2% do PIB, como mostra o gráfico 2.

GRÁFICO 2
Evolução do ativo total do sistema bancário no Brasil – consolidado bancário I (2007-2014)



Fonte: BCB. Deflator: IPCA.

Nota: ¹ Valores de 2013.

Obs.: PIB acumulado nos últimos doze meses a preços correntes (Série Temporal 4382).

Elaboração dos autores.

Essa forte expansão do ativo foi condicionada, em grande medida, pela representativa expansão das operações de crédito no período sob o comando dos bancos públicos. Isso porque enquanto a expansão do crédito que ocorreu na economia brasileira entre meados de 2003 e 2008 foi protagonizado pelos grandes bancos privados, no período posterior à deflagração da crise global de 2008, esse processo foi comandado pelos bancos públicos – vale dizer, Banco do Brasil (BB) e, principalmente, Caixa Econômica Federal (CEF).³⁶ Como pode ser verificado

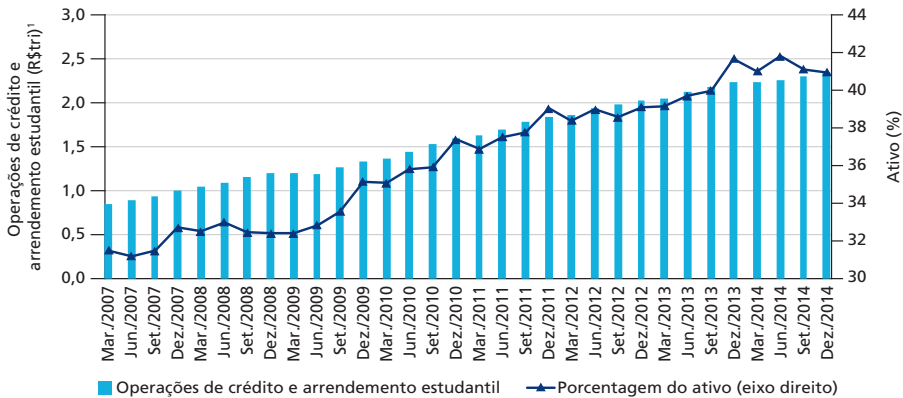
35. De acordo com o BCB, o consolidado bancário I diz respeito à somatória das posições contábeis das instituições bancárias do tipo instituições independentes I e conglomerado bancário I. As instituições independentes I são as instituições financeiras tipo banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou caixa econômica que não integram conglomerado. Já o conglomerado bancário I corresponde aos conglomerados financeiros que detêm pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial. Trata-se de um subconjunto representativo do Sistema Financeiro Nacional (SFN), correspondendo a aproximadamente 84% do ativo total do SFN em março de 2014.

36. O BNDES também cumpriu papel fundamental nesse sentido. Contudo, essa instituição não faz parte do consolidado bancário I.

no gráfico 3, as operações de crédito e o arrendamento mercantil do sistema bancário no Brasil aumentaram de R\$ 0,85 trilhão para R\$ 2,3 trilhões entre o primeiro trimestre de 2007 e o quarto trimestre de 2014, o que fez elevar a participação dessas operações no ativo total desse sistema de 31,5% para 41%.

GRÁFICO 3

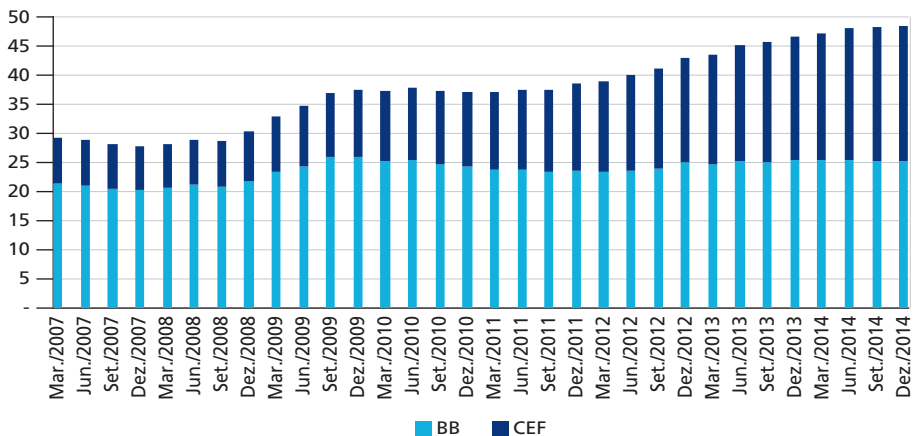
Operações de crédito e arrendamento mercantil – consolidado bancário I (2007-2014)



Fonte: BCB. Deflator: IPCA.
Elaboração dos autores.
Nota: ¹ Valores de 2013.

GRÁFICO 4

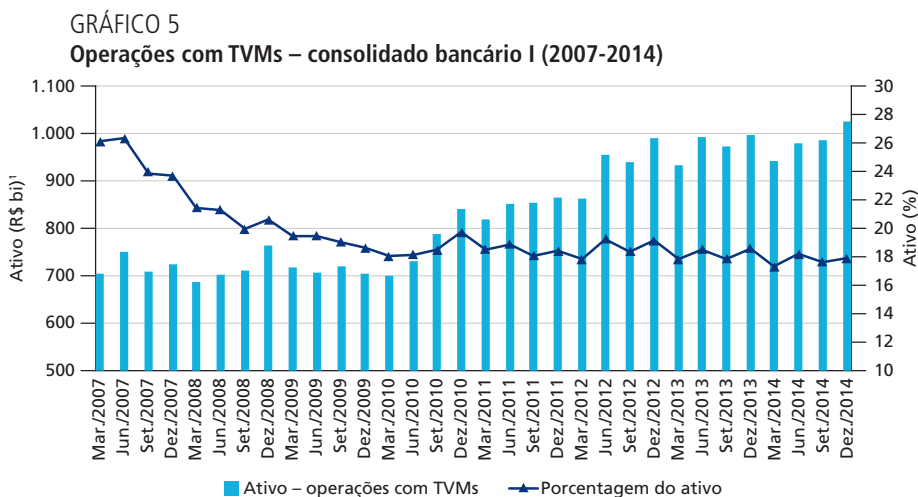
Operações de crédito e arrendamento mercantil: participação do Banco do Brasil e da CEF nas operações totais do sistema bancário – consolidado bancário I (2007-2014) (Em %)



Fonte: BCB.
Elaboração dos autores.

Esse protagonismo do BB e, sobretudo, da CEF na expansão das operações de crédito e arrendamento mercantil no período recente fica evidente a partir da análise do gráfico 4. No intervalo considerado, essas duas instituições, em conjunto, aumentaram substancialmente a sua participação nessas operações do sistema bancário, saindo de 29,2% para 48,5%. Mas enquanto a parcela do BB subiu de 21,3% para 25,2%, a da CEF aumentou de 7,9% para 23,3%. Com efeito, na esteira do papel anticíclico desempenhado pelos bancos públicos no Brasil, depois da eclosão da crise de 2008, verificou-se redução importante da participação do conjunto de bancos privados nas operações totais de crédito e arrendamento mercantil no sistema bancário.

A contrapartida, do lado do ativo, dessa grande expansão da participação das operações de crédito no ativo total do sistema bancário foi a redução importante da parcela do ativo do conjunto dessas instituições alocada em operações com títulos e valores mobiliários (TVMs). Estas, embora tenham apresentado aumento real, entre março de 2007 e dezembro de 2014, de R\$ 704 bilhões para R\$ 1 trilhão, tiveram um recuo, em termos de participação no ativo total do sistema (consolidado bancário I), de 26,1% para 17,9%, como pode ser observado no gráfico 5.



Fonte: BCB.

Elaboração dos autores.

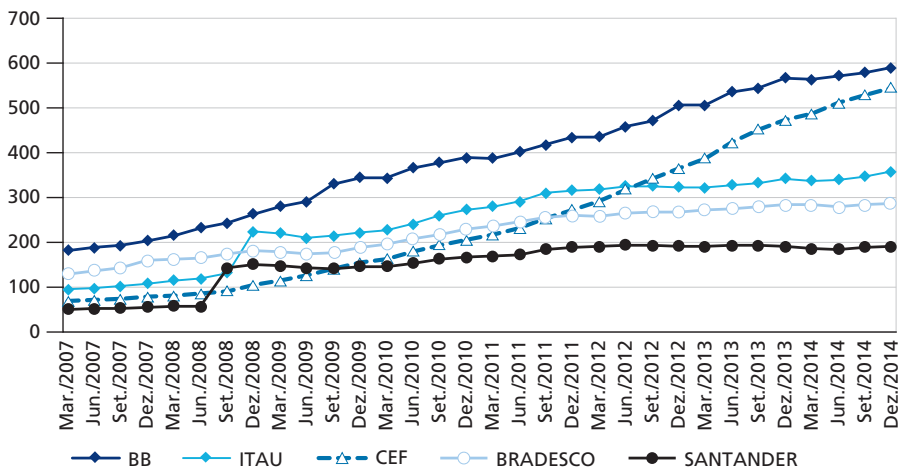
Nota: ¹ Valores de 2013.

A análise da estrutura patrimonial dos cinco maiores bancos no Brasil – a saber, BB, Itaú-Unibanco, CEF, Bradesco e Santander – revelou as diferentes estratégias de balanço realizadas pelas instituições públicas relativamente às instituições privadas. Os bancos privados acompanharam a expansão das operações de crédito

e arrendamento mercantil levadas a cabo pelos bancos públicos enquanto esse processo foi acompanhado pela recuperação do nível de atividades e pela prevalência de taxa básica de juros da economia mais baixa (entre 2010 e meados de 2012). Com a desaceleração da economia e o cenário prospectivo mais pessimista que passou a prevalecer, sobretudo a partir de 2012, a estratégia de balanço dos bancos privados se tornou diferente da realizada pelos bancos públicos.

Os gráfico 6 e 7, que apresentam a trajetória das operações de crédito e arrendamento mercantil para os cinco maiores bancos no Brasil e para o sistema bancário, respectivamente, entre março de 2007 e dezembro de 2014, revelam as estratégias de balanço divergentes realizadas pelas instituições públicas e privadas: enquanto as primeiras aumentaram significativa e permanentemente essas operações entre o início e o fim do intervalo considerado, os três grandes bancos privados, embora em diferentes magnitudes, não acompanharam esse movimento, especialmente a partir de meados de 2012. Entre dezembro de 2008 e dezembro de 2014, as operações de crédito e arrendamento mercantil da CEF aumentaram de R\$ 103 bilhões para R\$ 547 bilhões (crescimento real de 431%); as do BB, de R\$ 262 bilhões para R\$ 591 bilhões (crescimento real de 125%); as do Itaú-Unibanco passaram de R\$ 223 bilhões para R\$ 358 bilhões (aumento real de 60%); as do Bradesco, de R\$ 180 bilhões para R\$ 287 bilhões (aumento real de 59%); e as do Santander, de R\$ 150 bilhões para R\$ 190 bilhões (crescimento real de 27%).

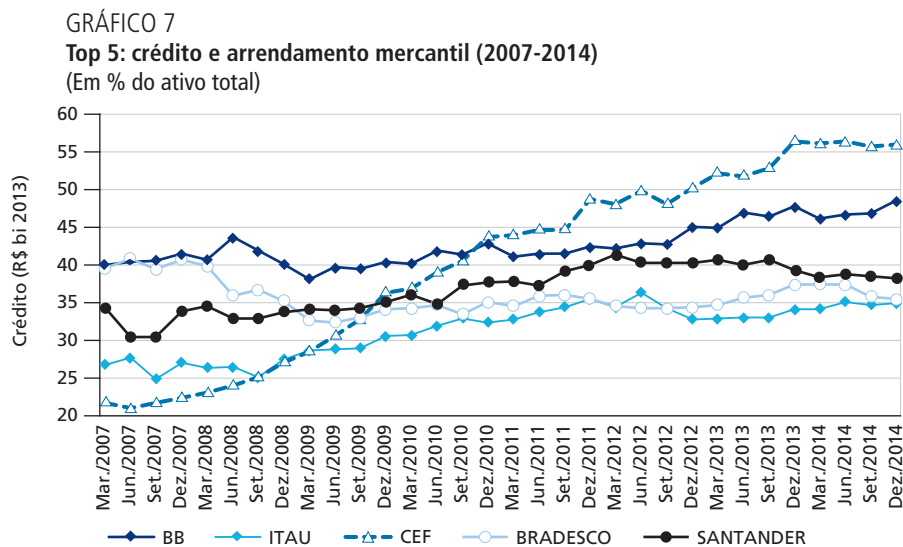
GRÁFICO 6
Top 5: crédito e arrendamento mercantil (2007-2014)
(Em R\$ bilhões)¹



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Valores de 2013.



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
 Elaboração dos autores.

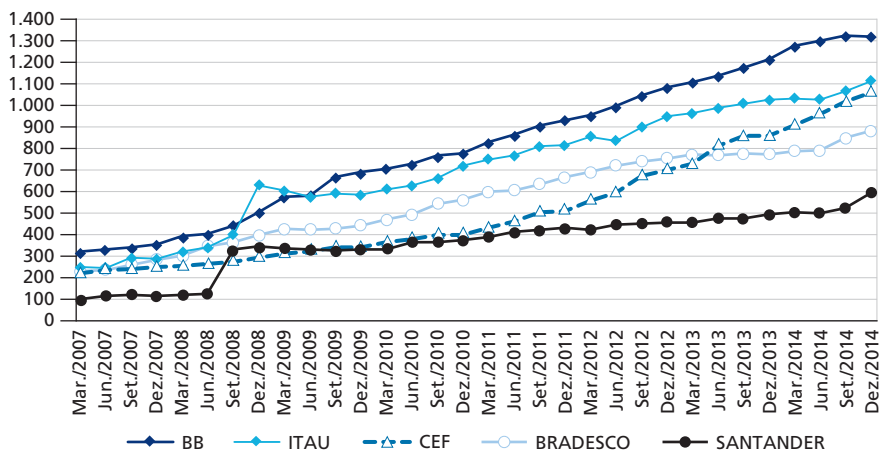
Essas diferentes estratégias de balanço resultaram em aumento da participação de mercado dos dois grandes bancos públicos não somente no segmento de crédito, mas também quando considerado o ativo total do sistema bancário brasileiro. Isso porque, enquanto os ativos totais da CEF e do BB aumentaram, em termos reais, respectivamente, 156% e 86% entre o último trimestre de 2008 e o último trimestre de 2014, o crescimento real nos casos de Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander foi bem menos acelerado, de 26%, 58% e 24% respectivamente, como mostra o gráfico 8.

Essas transformações ocorridas na evolução e na composição da estrutura dos ativos do sistema bancário no Brasil foram acompanhadas de mudanças também importantes no que diz respeito à evolução e à composição dos passivos.

Embora os depósitos totais do sistema bancário (consolidado bancário I) tenham registrado aumento real expressivo entre março de 2007 e dezembro de 2014, de R\$ 1 trilhão para R\$ 1,7 trilhão, como revela a tabela 5, a importância relativa dessa modalidade de captação de recursos diminuiu de 38,5% para 29,7%. Essa queda decorreu, quase que exclusivamente, da diminuição da participação dos depósitos a prazo, de 19,5% para 13,2%, em razão do surgimento e do aumento da importância da emissão de letras financeiras (LFs) a partir de 2010.

GRÁFICO 8

Top 5: ativo total dos grandes bancos no Brasil (2007-2014)
(Em R\$ bilhões)¹



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Valores de 2013.

TABELA 5

Depósitos do sistema bancário no Brasil por modalidade (mar./2007-dez./2014)

Mar./2007	157,3	-	273,5	-	32,6	-	524,6	-	49,2	-	1.037,2	-
Jun./2007	165,2	-	283,8	-	33,3	-	533,3	-	50,2	-	1.065,8	-
Set./2007	170,4	-	301,1	-	34,4	-	541,3	-	48,0	-	1.095,1	-
Dez./2007	231,4	-	318,8	-	37,6	-	537,0	-	53,3	-	1.178,1	-
Mar./2008	182,6	16,1	324,9	18,8	39,9	22,5	588,3	12,1	45,9	(6,7)	1.181,6	13,9
Jun./2008	177,6	7,5	325,4	14,6	41,8	25,6	676,8	26,9	42,6	(15,2)	1.264,2	18,6
Set./2008	178,5	4,8	335,6	11,5	40,5	17,9	806,7	49,0	44,7	(6,9)	1.406,1	28,4
Dez./2008	201,0	(13,1)	348,7	9,4	70,8	88,3	878,0	63,5	44,7	(16,1)	1.543,2	31,0
Mar./2009	176,6	(3,3)	353,3	8,8	61,1	52,9	883,7	50,2	40,8	(11,0)	1.515,6	28,3
Jun./2009	181,8	2,3	354,7	9,0	55,4	32,5	881,5	30,2	38,6	(9,5)	1.512,0	19,6
Set./2009	185,9	4,1	373,9	11,4	55,3	36,5	894,0	10,8	40,2	(10,1)	1.549,3	10,2
Dez./2009	210,7	4,8	393,5	12,8	50,3	(29,0)	850,3	(3,1)	37,3	(16,6)	1.542,1	(0,1)
Mar./2010	199,5	12,9	396,5	12,2	45,6	(25,3)	841,2	(4,8)	37,0	(9,3)	1.519,9	0,3
Jun./2010	205,8	13,2	408,5	15,1	49,0	(11,6)	835,5	(5,2)	37,5	(2,7)	1.536,3	1,6
Set./2010	214,0	15,1	429,2	14,8	49,2	(11,0)	858,6	(4,0)	32,7	(18,6)	1.583,8	2,2
Dez./2010	221,9	5,3	441,1	12,1	61,0	21,4	887,4	4,4	32,0	(14,1)	1.643,4	6,6
Mar./2011	200,8	0,6	437,7	10,4	53,0	16,1	915,7	8,9	32,2	(12,9)	1.639,4	7,9

(Continua)

(Continuação)

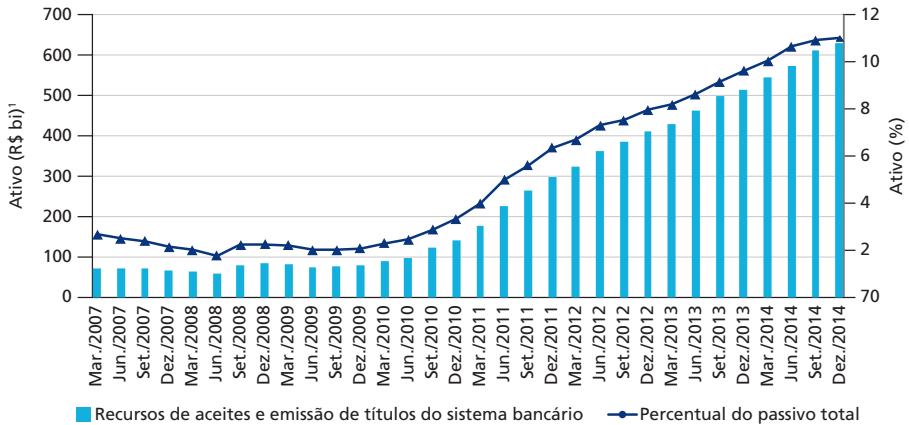
Período	Depósito à vista		Depósito de poupança		Depósito interfinanceiro		Depósito a prazo		Outros depósitos		Depósitos totais	
	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)
Jun./2011	202,9	(1,4)	436,1	6,8	51,7	5,4	952,1	14,0	26,0	(30,8)	1.668,7	8,6
Set./2011	202,4	(5,4)	454,0	5,8	64,6	31,2	991,2	15,4	27,9	(14,9)	1.740,0	9,9
Dez./2011	212,2	(4,3)	459,8	4,3	62,2	1,9	996,9	12,3	27,9	(12,9)	1.759,0	7,0
Mar./2012	202,1	0,6	464,1	6,0	74,3	40,2	977,1	6,7	24,0	(25,6)	1.741,5	6,2
Jun./2012	202,1	(0,4)	480,7	10,2	77,5	50,1	966,6	1,5	24,8	(4,5)	1.751,8	5,0
Set./2012	198,6	(1,9)	499,4	10,0	79,3	22,8	940,0	(5,2)	23,0	(17,4)	1.740,3	0,0
Dez./2012	225,9	6,4	513,7	11,7	79,7	28,2	880,5	(11,7)	20,9	(25,2)	1.720,6	(2,2)
Mar./2013	209,7	3,8	521,6	12,4	67,9	(8,5)	848,1	(13,2)	23,0	(4,0)	1.670,3	(4,1)
Jun./2013	220,1	8,9	540,5	12,4	68,2	(12,0)	844,5	(12,6)	23,7	(4,3)	1.697,1	(3,1)
Set./2013	218,3	9,9	565,6	13,3	69,0	(13,0)	831,7	(11,5)	21,4	(7,1)	1.705,9	(2,0)
Dez./2013	231,5	2,5	586,0	14,1	77,2	(3,1)	815,0	(7,4)	20,3	(2,7)	1.730,0	0,5
Mar./2014	223,8	6,7	587,6	12,7	76,7	12,9	806,6	(4,9)	19,9	(13,7)	1.714,6	2,7
Jun./2014	216,9	(1,4)	592,1	9,5	79,9	17,1	791,6	(6,3)	19,9	(16,0)	1.700,5	0,2
Set./2014	214,6	(1,7)	603,3	6,7	77,5	12,3	781,7	(6,0)	16,0	(25,1)	1.693,2	(0,7)
Dez./2014	224,7	(2,9)	611,5	4,4	92,2	19,5	756,8	(7,1)	16,4	(19,4)	1.701,6	(1,6)

Fonte: BCB.
Elaboração dos autores.

As LFs representaram importante inovação no sistema bancário no Brasil, contribuindo para a melhor administração das operações ativas e passivas das instituições financeiras. Trata-se de um título de crédito (renda fixa) emitido por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras), caixas econômicas, companhias hipotecárias e sociedades de crédito imobiliário. Como pode ser verificado no gráfico 9, a captação de recursos do sistema bancário mediante recursos de aceites e emissão de títulos, conta agregada que contempla as letras financeiras, aumentou de R\$ 72 bilhões para R\$ 629 bilhões entre março de 2007 e dezembro de 2014.

GRÁFICO 9

Recursos de aceites e emissão de títulos do sistema bancário – consolidado bancário I (2007-2014)



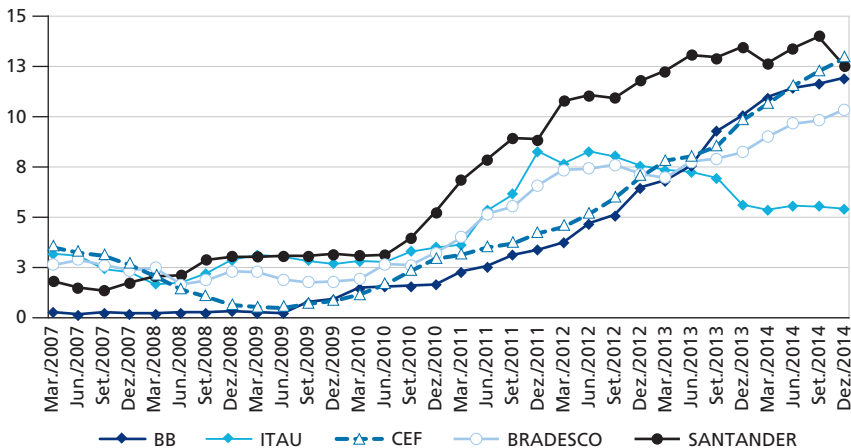
Fonte: BCB.

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Valores de 2013.

GRÁFICO 10

Emissão de aceites e títulos (2007-2014)
(Em % do passivo total)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".

Elaboração dos autores.

Com a expressiva emissão dessas letras, essa modalidade de passivo passou a responder por parcela importante das obrigações totais dos cinco maiores bancos no Brasil (gráfico 10). No último trimestre de 2014, as LFs correspondiam a quase 40% do total captado pelos bancos a partir de aceites e emissão de títulos do

consolidado bancário I. No Santander, os recursos de aceites e emissão de títulos passaram a representar 12,5% do passivo total em dezembro de 2014; na CEF, 13%; no BB, 12%; no Bradesco, 10%; e no Itaú-Unibanco, 5,3%, depois de ter atingido 8% no último trimestre de 2011.

Outra conta importante do passivo do sistema bancário diz respeito às captações de mercado aberto, formadas pelas obrigações por operações compromissadas.³⁷ Tais captações registraram importante redução no contexto da deflagração da crise financeira global de 2008. O gráfico 11 mostra que, entre junho e dezembro de 2008, a participação dessa forma de captação de recursos recuou de 21,2% para 16,1% do passivo total do sistema bancário. As captações no mercado aberto sofreram uma redução real de 14,2% nesse interregno. Diante do quadro de incerteza então instaurado, os grandes bancos empoçaram liquidez e dificultaram as captações no mercado aberto. Isso explica, pois, a contração dessas operações nas posições de setembro e dezembro de 2008. Com a recuperação da confiança e a atuação anticíclica dos bancos públicos, tais operações foram se recuperando a partir de março de 2009, atingindo o nível de participação anterior à crise, entre 20% e 22% do passivo total, já no final daquele mesmo ano. Também foi fundamental para o “desempocamento” da liquidez no mercado interbancário a regulamentação do depósito bancário com garantia especial do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) em até R\$ 20 milhões (Resolução CMN nº 2.692, de 26 de março de 2009).³⁸

Por fim, as operações por empréstimos e repasses, no país e no exterior, apresentaram trajetória de crescimento a partir do fim de 2009 (gráfico 12). Certamente, a maior dificuldade de captação de recursos no exterior, também em função dos efeitos da crise global, explica o recuo dessas operações ao longo de 2009, tanto em valores reais como em participação do passivo total. Decerto, não fossem as operações³⁹ viabilizadas pelas instituições oficiais (incluindo as operações de assistência financeira do BCB), essa expressiva redução teria ocorrido já a partir de dezembro de 2008. Com a recuperação das linhas externas e da confiança, essas operações voltaram a crescer, passando de R\$ 263,6 bilhões para R\$ 573,2 bilhões entre junho de 2009 e dezembro de 2014, em valores reais de 2013. Em termos de participação do passivo total do sistema bancário, tais operações subiram de 7% para 10%.

Em conjunto, os depósitos totais, os recursos de aceites e emissão de títulos, as captações no mercado aberto e as obrigações por empréstimos e repasses

37. Ou seja, trata-se de uma forma de captação de recursos mediante venda de títulos com compromisso de recompra por parte da instituição vendedora (recompra a liquidar), seja a partir de títulos de sua carteira própria, seja a partir de títulos adquiridos no mercado via realização de operações compromissadas (carteira de terceiros). Para mais detalhes, ver Niyama e Gomes (2012, p. 80-89).

38. Sobre o efeito-contágio da crise financeira global sobre o mercado interbancário e de crédito, ver Freitas e Cagnin (2014).

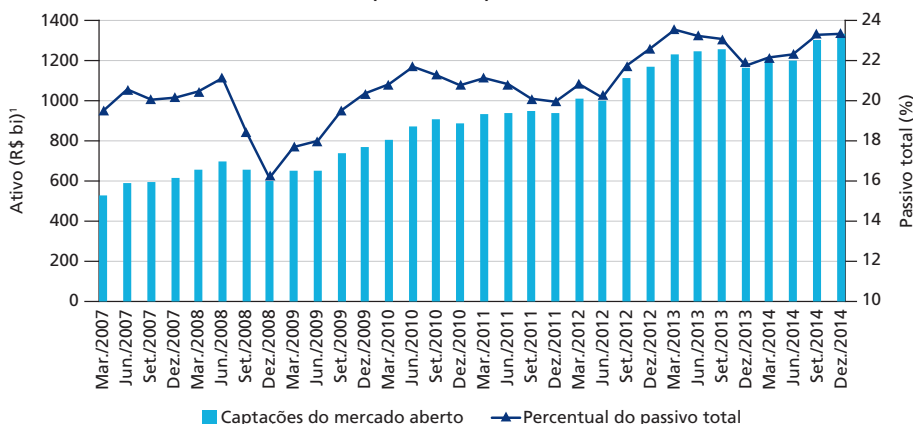
39. Além, evidentemente, das operações que já haviam sido contratadas no exterior.

correspondiam a 74% do passivo total do sistema bancário (consolidado bancário I), na posição de dezembro de 2014.

Resumindo, a análise da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil revelou a ocorrência de transformações importantes ao longo do período 2007-2014, entre as quais: *i*) a reação dos bancos aos efeitos da crise financeira global de 2008; *ii*) a ação anticíclica dos bancos públicos, com forte expansão das operações de crédito dessas instituições; *iii*) os três maiores bancos privados do país não acompanharam, nem na mesma intensidade, nem de forma sustentada, esse forte movimento de expansão dos empréstimos realizados pelos bancos públicos; *iv*) o aumento relevante da participação dos bancos públicos no sistema bancário no Brasil; *v*) a introdução e o expressivo crescimento da captação de recursos mediante emissão de LFs; e *vi*) o expressivo aumento do ativo total do sistema entre 2007 e 2014.

GRÁFICO 11

Captações no mercado aberto por parte do sistema bancário e porcentagem do passivo total – consolidado bancário I (2007-2014)



Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

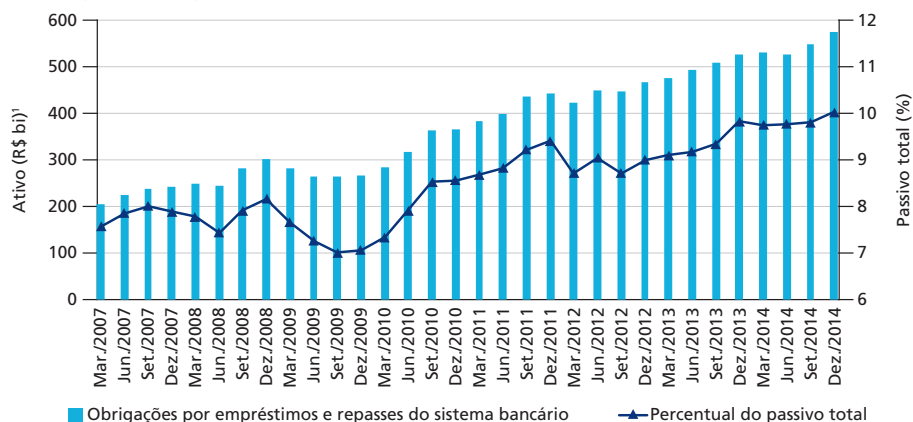
Nota: ¹ Valores de 2013.

Os estudos realizados também indicam a necessidade de se avançar no processo de disponibilização mais desagregada das demonstrações contábeis dos bancos no Brasil. Isso porque o atual nível de desagregação disponível ao público dificulta, quando não inviabiliza, a análise mais percutiente da estrutura patrimonial das instituições financeiras, de sua evolução, de suas reações às mudanças e sinalizações na política monetária e da mensuração da riqueza financeira no Brasil.

Todavia, para que essa mensuração seja possível, também é preciso inserir na análise os fundos de investimento e os fundos de pensão, responsáveis pela gestão de uma parcela relevante dessa riqueza. A estrutura e a evolução dos balanços

patrimoniais dessas duas categorias de investidores institucionais são apresentadas nas duas próximas seções.

GRÁFICO 12
Obrigações por empréstimos e repasses do sistema bancário – consolidado bancário I (2007-2014)



Fonte: BCB.
 Elaboração do autor.
 Nota: 1 Valores de 2013.

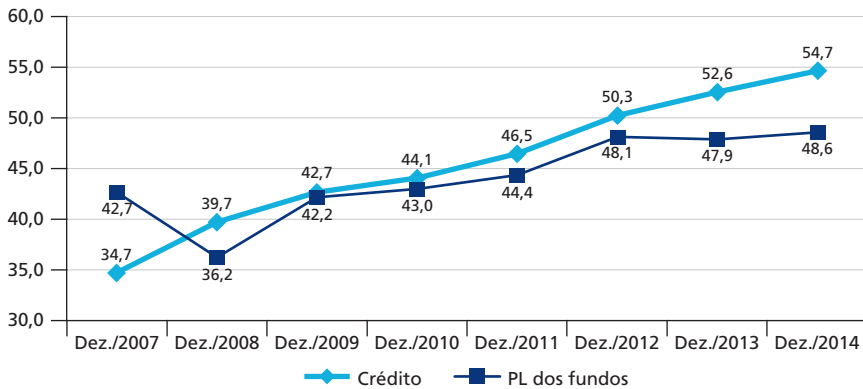
4 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A evolução do setor de fundos de investimento no período em tela (2008 a 2014) tem como pano de fundo um conjunto de fatores externos e internos que influenciou a gestão da riqueza financeira dos agentes privados, dentre os quais se destacam: o efeito contágio da crise financeira internacional que eclodiu em setembro de 2008, com exacerbação da preferência pela liquidez internacional; os novos *booms* de fluxos de capitais para as economias emergentes e de preços das *commodities* a partir do segundo semestre de 2009; e as diversas inflexões sofridas na gestão macroeconômica doméstica, com impactos nos preços-chave (taxas de juros e de câmbio).

Para que se tenha ideia da importância do setor, vale observar que o total de recursos por ele administrado se equipara, em porcentagem do PIB, ao montante de crédito da economia (gráfico 13). Em termos internacionais, o Brasil figurava, em 2014, na sétima colocação mundial no que diz respeito ao total de ativos geridos pelo setor de fundos de investimento; e entre os países emergentes, em primeiro lugar.⁴⁰

40. Segundo a Internacional Investment Funds Association (Iifa).

GRÁFICO 13
Crédito e patrimônio líquido dos fundos de investimento
(Em % do PIB)



Fonte: Anbima e BCB.
Elaboração dos autores.

Alguns esclarecimentos sobre a organização desse setor no Brasil se fazem necessários para a compreensão da sua evolução. Os fundos de investimento são entidades financeiras não bancárias, organizadas sob a forma de condomínio, sendo seu patrimônio dividido em cotas, cujo valor é calculado diariamente por meio da divisão do patrimônio líquido (PL) pelo número de cotas do fundo. O PL, por sua vez, é calculado pela soma do valor de todos os títulos e do valor em caixa, menos as obrigações do fundo, inclusive aquelas relativas a sua administração.

Desse modo, embora possuam registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), os fundos de investimento não são empresas. Em consequência, seus investidores não estão sujeitos ao princípio da “responsabilidade limitada” – ou seja, eventuais perdas incorridas pelo fundo serão assumidas pelos cotistas. Além disso, a regulação brasileira é muito restritiva: os fundos de investimento constituídos no Brasil não podem se endividar,⁴¹ e somente algumas categorias podem operar com derivativos; todos os fundos são registrados, sujeitos a requisitos de regulamentação e de supervisão; há extensas exigências de disponibilização de relatórios diários e mensais para o regulador (incluindo informações sobre carteiras dos fundos, balanços e utilização de derivativos); ainda, são obrigados a usar marcação a mercado, de acordo com processos definidos e supervisionados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), juntamente com a Associação Brasileira

41. A única exceção são os fundos de participação (FIPs), que podem contratar empréstimos junto a instituições financeiras de fomento, mas com limite equivalente a 30% de seu PL.

das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima⁴²); por fim, o modelo brasileiro exige que fundos tenham administrador e gestor habilitados pela CVM,⁴³ ambos legalmente responsáveis pelos fundos, o que também contribuiu para a robustez do setor.

TABELA 6
Patrimônio líquido dos fundos de investimento (2008-2014)
 (Em R\$ milhões)¹

Ano	Patrimônio líquido (R\$ milhões constantes)	Patrimônio líquido (R\$ milhões constantes) sem fundos de previdência	Variação do PL (%)	Variação do PL (%) sem fundos de previdência
Dez./2007	1.709.083	1.616.519	-	-
Dez./2008	1.520.746	1.409.359	-11,02	-12,82
Dez./2009	1.922.566	1.773.703	26,42	25,85
Dez./2010	2.057.076	1.872.891	7	5,59
Dez./2011	2.274.682	2.043.840	10,58	9,13
Dez./2012	2.460.492	2.169.046	8,17	6,13
Dez./2013	2.538.207	2.214.107	3,16	2,08
Dez./2014	2.682.106	2.282.443	5,66	3,08

Fonte: Anbima.

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Valores constantes de maio de 2014.

O segmento de fundos de investimento no Brasil registrou um enorme crescimento no período de 2008 a 2014. No acumulado do período, o total do número de fundos cresceu 76,7%, alcançando um total de 14.569 em dezembro de 2014. Considerando o PL administrado, o crescimento no período foi de quase 49% considerando os fundos de previdência abertos e de 37% sem considerá-los (tabela 6).

Apesar do grande número de fundos, salta aos olhos a grande concentração de recursos geridos em poucos *players*:⁴⁴ em maio de 2015, as cinco maiores instituições gestoras administravam mais de 60% dos recursos aplicados em fundos de investimento. Outro ponto que chama a atenção é que todas elas fazem parte de conglomerados financeiros (tabela 7).

42. A Anbima resultou da fusão, em 2009, da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e da Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (Andima), duas instituições criadas ainda nos anos 1960. Seus objetivos são: fortalecer o mercado de capitais, promover o aperfeiçoamento tributário nos mercados financeiro e de capitais, promover a educação financeira e fortalecer a representação e a coordenação dos interesses dos associados local e internacionalmente.

43. A Instrução CVM nº 555/2014 (que substituiu a Instrução CVM nº 409/2004) rege os fundos de investimento desde outubro de 2015.

44. Consideram-se aqui como principais *players* as principais gestoras de fundo, uma vez que são os gestores que tomam as decisões sobre a alocação da riqueza, atendendo ao critério de *suitability* – isto é, de compatibilidade com o perfil – dos investidores, possuidores desta riqueza.

TABELA 7

Ranking de gestores de fundos de investimento: total de ativos geridos e porcentagem do total de ativos do setor

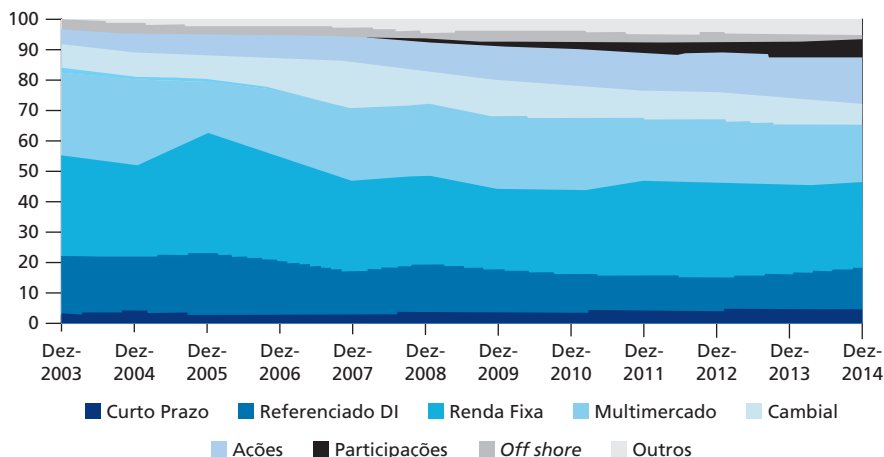
Ordem	Gestor	Total (R\$ milhões)	%
1	Gestão de Recursos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (BB DTVM)	581.123,9	21,2
2	Itaú Unibanco S.A.	414.662,7	15,1
3	Bradesco	363.221,9	13,2
4	CEF	198.728,7	7,2
5	Santander (Brasil) S.A.	154.475,2	5,6
Top 5		1.712.212,4	62,4
6	BTG Pactual	139.405,4	5,1
7	Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)	89.877,1	3,3
8	Bank J. Safra Asset Management	54.894,9	2,0
9	Credit Suisse Hedging-Griffo Cor Val S.A.	42.733,4	1,6
10	Votorantim Asset	38.253,4	1,4
Top 10		2.077.376,7	75,7
11	Western Asset	30.634,5	1,1
12	BNP Paribas	26.580,4	1,0
13	Verde Asset Management S.A.	24.866,7	0,9
14	JP Morgan	24.219,1	0,9
15	Opportunity	20.352,7	0,7
16	SulAmérica Investimentos	18.957,6	0,7
17	BRL DTVM	17.799,1	0,6
18	Citibank	17.249,2	0,6
19	Quantitas Asset Management	16.905,1	0,6
20	BW Gestão de Investimento Ltda.	16.063,9	0,6
Top 20		2.291.005,0	83,5
524		2.742.971,9	100,0

Fonte: Anbima.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 14

Distribuição do patrimônio líquido dos fundos de investimento entre as diversas categorias de fundos – recorte *stricto sensu*⁴⁵ (2003-2014)

(Em %)



Fonte: Anbima.

Elaboração dos autores.

Quando se observa a distribuição do PL dos fundos de investimento por *tipo de fundo*, o primeiro aspecto a ser destacado é o predomínio dos fundos de renda fixa, que absorveram no mínimo 30% do total do PL dos fundos de investimento no período em análise. Somados aos “referenciados DI”, chega-se a uma participação desses fundos de quase 50% em todo o período (gráfico 14).

A queda da Selic de outubro de 2008 a janeiro de 2010 teve impacto positivo na captação e no PL dos fundos de renda fixa, concentrados em títulos públicos pré-fixados, cuja rentabilidade é beneficiada por essa trajetória. Em contrapartida, a nova fase de alta da taxa de juros básica resultou numa saída líquida de recursos dessa categoria de fundos, que migraram para os fundos referenciados DI (concentrados em títulos pós-fixados). Percebe-se que a participação dos fundos de renda fixa no PL total do setor de fundos *stricto sensu* atingiu o recorde de 35,8% em dezembro de 2012, justamente quando a taxa de juros básica se encontrava em seu piso histórico. Quando se observa a composição dos títulos da dívida pública por indexador, percebe-se que os fundos de investimento são mais sensíveis à trajetória dessa taxa relativamente ao observado para o movimento total da economia: na fase de baixa, tenderam a migrar para títulos pré-fixados; na de alta, voltaram para títulos pós-fixados.⁴⁶

45. O recorte *lato sensu* inclui fundos de previdência, enquanto o *stricto sensu* não. Para um vislumbre da distribuição pelo recorte *lato sensu*, ver o gráfico A.1 da página 339.

46. A título de exemplo, a participação dos títulos da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFI) pré-fixados no total da DPMFI na carteira dos fundos de investimento caiu de 27,9% para 23,6% de dezembro de 2013 para dezembro de 2014, enquanto se observou discreto crescimento no total de detentores desses títulos, de 39,9% para 40,4%.

Após os fundos de renda fixa, a segunda categoria de fundos em participação no PL do setor é a multimercado, com mais de 20% em todo o período. Essa categoria supostamente envolve uma estratégia de diversificação e adota uma gestão mais ativa de portfólio do que os fundos de renda fixa. Curiosamente, sua participação é decrescente no período, mesmo na fase em que se verificou queda da taxa de juros Selic – o que sugere que a grande movimentação nesse período se deu no âmbito dos próprios fundos de renda fixa e referenciado DI.

Cabe notar, ainda, o aumento da participação dos chamados *fundos estruturados* – basicamente compostos de fundos imobiliários (FIIs), fundos de participação (FIPs) e fundos de direitos creditórios (FDICs). Quando se somam as participações (FIP) com a categoria *outros* (composta, em sua maior parte, de FIIs e fundos de investimento em direitos creditórios – FIDCs), observa-se uma importante elevação de sua participação no patrimônio líquido do setor de fundos – de 0,34%, em dezembro de 2003, para 10,6%, em dezembro de 2014. Os FIIs e, em menor medida, os FIPs foram o alvo principal desse movimento. Os primeiros foram impulsionados pela fase de expansão do setor imobiliário. Assim, os projetos que lastreavam estes fundos tinham uma fonte de rentabilidade garantida, decorrente da valorização imobiliária das disputadas áreas urbanas. Além disso, ambos contavam com vantagens tributárias (alíquota zero de imposto de renda – IR sobre rendimentos para investidores pessoa física – PF).

Nos fundos de ações, observam-se dois movimentos: um grande incremento em sua participação na carteira dos fundos de 2003 a 2007 (crescimento de mais de 8 pontos percentuais – p.p.) e, desde então, uma queda acentuada, de 9 p.p. É importante mencionar que a liquidez das aplicações nos fundos de renda variável é enorme – os resgates acontecem, em sua maioria, em até cinco dias (D5). Este prazo curto de resgate constitui um empecilho à diversificação da carteira desses fundos em direção a papéis de menor liquidez. Isto aponta para a necessidade de aprofundamento do mercado secundário de ações, ainda muito concentrado em alguns papéis, para que estes fundos contribuam para fortalecer o mercado de capitais enquanto canal de financiamento para o setor produtivo.

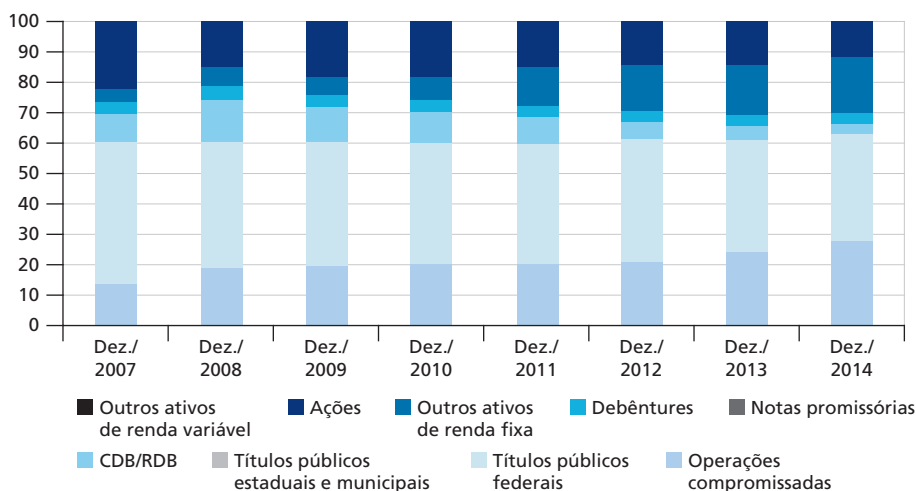
Outro recorte importante, na análise da evolução do portfólio dos fundos de investimento, é sua distribuição por *categoria de ativos*.

O gráfico 15 mostra que a participação da renda variável – composta quase que exclusivamente por ações – nesse portfólio declinou de 21,9% para 11,8% entre 2007 e 2014, enquanto a da renda fixa subiu de 78% para 88%.

GRÁFICO 15

Distribuição dos ativos do setor de fundos de investimento (2007-2014)

(Em %)



Fonte: BCB, Tesouro e Cetip. Boletins Anbima, vários anos.
Elaboração dos autores.

A participação dos títulos públicos federais, categoria mais importante de ativos na carteira dos fundos de investimento, variou de 47% para 35,2% no mesmo período, notando-se dois períodos de queda acentuada: de dezembro de 2007 a dezembro de 2008 (-5,5 p.p.) e de dezembro de 2012 a dezembro de 2014 (-5,2 p.p.). Somando-se as operações compromissadas, ou *repos* (no Brasil, lastreadas principalmente em títulos públicos federais), cerca de 60% do total de ativos do setor em todo o período está concentrado nessas duas categorias. Quando cai a fatia denominada *títulos públicos*, aumenta na mesma proporção a das operações compromissadas. No período, a participação das operações compromissadas na carteira dos fundos de investimento aumenta de 13,6% para 27,7%. É importante notar que essas operações são realizadas entre fundos e bancos ou entre fundos e fundos – não envolvendo o BCB – para aumentar a liquidez e a rentabilidade das carteiras. Uma possível explicação para este duplo movimento (de queda de títulos públicos e aumento de compromissadas) é que, diante do aumento da preferência pela liquidez por parte dos investidores, em razão da deterioração das expectativas, resultante da piora do cenário econômico, as operações envolvendo compromisso de recompra se tornaram mais atrativas.

Ao longo do período, observa-se também um aumento acentuado da participação dos chamados *outros ativos de renda fixa*, compostos quase que exclusivamente por LFs: de 4,2%, essa participação cresceu para 18,1%. Como detalhado na seção anterior, um dos determinantes deste movimento foi a mudança na estratégia de administração de passivos por parte dos bancos, que ampliaram a captação mediante LFs – sobre as quais não incide recolhimento compulsório e as quais passaram, por

meio da Lei nº 12.431/2011, a ter correção monetária mesmo para períodos inferiores a um ano – e reduziram a colocação de certificados de depósito bancário (CDBs).

Quando se considera a composição dos ativos de renda fixa na carteira dos fundos de investimento, merecem destaque duas distinções em relação ao verificado na distribuição desses ativos no total da economia. Em primeiro lugar, se somados os títulos públicos e as operações compromissadas – isto é, lastreadas em títulos públicos –, chega-se a cerca de 70% do total dos ativos em renda fixa na carteira dos fundos de investimento, com ligeira queda ao longo do período: de 77,7%, em 2007, para 71,3%, em 2014, contra aproximadamente 50% para o conjunto da economia, ou seja, nos fundos de investimento, observa-se um apetite mais “conservador” do que no total dos detentores de ativos de renda fixa. Outro ponto que merece atenção é que, embora no total dos ativos de renda fixa da economia brasileira tenha crescido a participação das debêntures, o mesmo não se pode afirmar da sua participação na carteira dos fundos de investimento (gráfico 15). Ou seja, não foi por intermédio dos fundos de investimento que as novas emissões de títulos corporativos na economia brasileira foram adquiridas pelos investidores.

TABELA 8

Composição da carteira de ativos dos fundos de investimento (dez./2007-dez./2014)
(Em R\$ milhões)¹

Dez./2007	260.301,7	900.233,7	0,0	171.416,4	1.260,0	79.772,7	80.735,7	1.493.720,2
Dez./2008	332.263,9	721.156,2	0,0	238.255,9	4.734,8	77.208,2	106.695,4	1.480.314,3
Dez./2009	429.146,5	875.783,9	334,0	245.140,6	5.993,0	79.876,4	130.274,1	1.766.548,4
Dez./2010	463.301,5	902.193,1	22,5	224.553,6	1.252,1	94.474,2	162.025,8	1.847.822,8
Dez./2011	478.223,3	983.448,3	6,5	208.804,0	6.161,5	88.592,7	313.933,6	2.079.169,9
Dez./2012	549.222,2	1.051.788,7	0,0	140.834,8	4.076,6	99.179,6	387.713,6	2.232.815,5
Dez./2013	634.453,2	964.374,3	0,0	115.004,8	6.350,9	98.450,8	436.938,4	2.255.572,4
Dez./2014	758.394,4	964.325,2	0,0	87.365,5	9.042,6	98.713,8	494.098,7	2.411.940,2
	Ações			Outros ativos de renda variável		Subtotal de renda variável		Total (renda fixa/renda variável)
Dez./2007	415.507,1			4.633,3		420.140,4		1.913.860,7
Dez./2008	251.285,7			7.847,8		259.133,5		1.739.447,7
Dez./2009	380.104,6			7.426,8		387.531,4		2.154.079,8
Dez./2010	406.582,7			6.123,1		412.705,8		2.260.528,6
Dez./2011	359.190,6			1.042,4		360.233,0		2.439.402,9
Dez./2012	368.503,7			3.213,4		371.717,1		2.604.532,6
Dez./2013	364.555,1			1.827,2		366.382,3		2.623.294,6
Dez./2014	320.938,0			3.424,1		324.362,1		2.736.302,4

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Valores constantes de setembro de 2015.

Uma questão fundamental a respeito da atuação dos fundos de investimento no mercado de renda fixa é sua importante participação no financiamento da dívida pública mobiliária federal interna (gráfico 16). No início da série, em dezembro de 2007, essa participação chegou a 29,7%, caindo para ainda expressivos 20,3% em 2014. Quando se incluem os fundos de previdência abertos, esta participação variou no período em consideração de 47,4%, em dezembro de 2007, a 37,4% em dezembro de 2014.

Um último e fundamental recorte para a apreensão dos traços gerais do setor de fundos de investimento é a distribuição do PL por *tipo de investidor*, que apresentam distintas estratégias na alocação da sua riqueza. A tabela 9 evidencia que o investidor institucional – ou seja, os próprios fundos de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras – são, eles próprios, os maiores investidores em fundos de investimento (participação acima de 39%).⁴⁷ Os segmentos varejo, *private* e *corporate* apresentaram participações relativamente equilibradas (cerca de 15% cada) em 2014, mas com mudança de composição no período em tela: queda dos segmentos de varejo e do *corporate* e aumento do segmento *private* (ou super-ricos).⁴⁸ Desde 2011, o poder público aumentou sua participação de 7,3% para 8,7%⁴⁹, enquanto os estrangeiros oscilaram cerca de 0,5 p.p., alcançando em 2014 uma participação de 7,1%.

A queda da participação do varejo, ocorrida desde 2011, tem sido motivo de preocupação entre vários analistas do setor. Ela reflete, em grande parte, o aumento da aplicação de investidores desse segmento em letras de crédito imobiliário (LCIs) e letras de crédito agrícola (LCAs), títulos que se revelaram atraentes pela facilidade de aplicação e, sobretudo, pela vantagem tributária – seus rendimentos são isentos de imposto de renda. Observa-se que, no mesmo período, as aplicações do varejo foram cada vez menos intermediadas por fundos de investimento (passaram de 49,3% do total para 35,3%, uma queda de quase 15 p.p.). A participação das LCAs e LCIs no total das aplicações passou de 0% a 8,5% do total (LCAs) e de 4,9% para 22,6%. O mesmo fenômeno, em menor intensidade, ocorreu com o segmento “varejo alta renda”: o total de aplicações intermediadas pelos fundos de

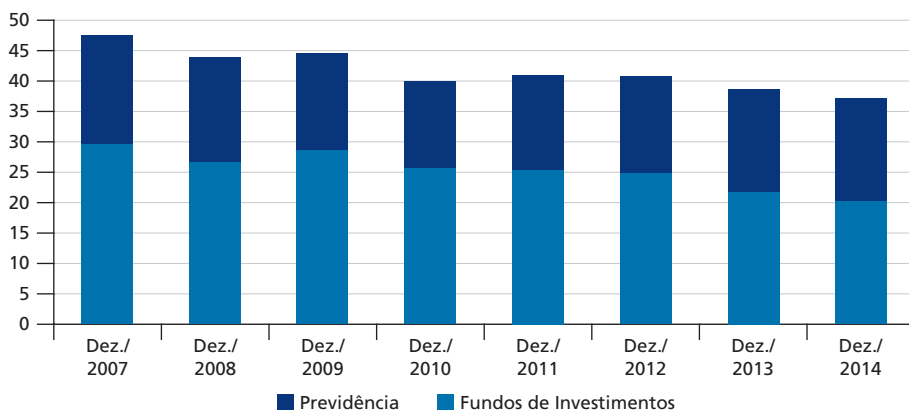
47. Importante notar que os fundos de investimento, no recorte *stricto sensu* (isto é, excluídos os fundos de previdência), somavam, em dezembro de 2013, apenas 9,1% do PL da categoria dos investidores institucionais. As entidades abertas de previdência complementar (EAPCs) são a categoria mais importante, com 38,4% do total, seguida das entidades fechadas de previdência complementar (EAFCS) de empresas privadas, com 22,8%, e das EAFCS de empresas públicas, com 21,9%. Ou seja, o PL das entidades de previdência somava naquela data mais de 83% do total dos investidores institucionais.

48. “*Private banking* é o segmento das instituições financeiras destinado a atender clientes que possuem uma disponibilidade mínima de investimento, definida por cada instituição, sendo que, raramente, esse valor seja inferior a R\$ 1 milhão. Para atender à demanda deste tipo de cliente, as instituições prestam serviços muito mais abrangentes que os tradicionais serviços bancários e de crédito prestados nas agências. São exercidos por profissionais altamente capacitados (os gerentes de relacionamento ou *private bankers*) para atender ao perfil e ao objetivo patrimonial de cada cliente, sugerir realocação de ativos financeiros e não financeiros, fornecer informações que o auxiliem na tomada de decisão, além de identificar as necessidades relacionadas a questões legais e tributárias” (Anbima, [s.d.], p. 2).

49. Cerca de um terço dessa participação do poder público corresponde a entidades de previdência do RPPS.

investimento recuou de 53% para 45,8%, com crescimento da participação tanto das LCAs quanto das LCIs da ordem de 8 p.p.

GRÁFICO 16
Detentores da dívida pública mobiliária federal interna (2007-2014)
(Em %)



Fonte: Tesouro. Anexo 2.7 do RMD - Relatório Mensal da Dívida.

Elaboração dos autores.

Obs.: *Fundos de investimento* inclui fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, e outros fundos. Exceção-se as aplicações de bancos, entidades de previdência, investidores não residentes, governo e seguradoras, que estão alocadas nas suas respectivas categorias; *Previdência* inclui os fundos de investimento e carteira própria de previdência aberta e fechada e Regime Próprio de Previdência Social (RPPS).

Nos investidores do segmento *private*, também detentores de cerca de 15% do PL dos fundos de investimento, esse movimento de “desintermediação” dos fundos de investimento não foi observado, ao menos no período para o qual foi possível coletar dados. Nessa categoria de investidores, chamam a atenção algumas características interessantes: em primeiro lugar, a importância dos fundos exclusivos e, nestes, a da classe dos multimercado, com cerca de 18% de total de ativos; em segundo lugar, a importância das aplicações em renda variável, mas sem o intermédio dos fundos de investimento (as ações respondem por cerca de 15% dos ativos desta classe de investidores); e, finalmente, o perfil de aplicação em renda fixa, em que – contrariamente ao que se observa no total da economia – predominam as aplicações em títulos privados (com cerca de 30% do total de ativos), não intermediados pelos fundos de investimento: ativos de captação bancária (LF) e, de forma crescente, LCI e principalmente LCA.

TABELA 9
Distribuição do patrimônio líquido do setor de fundos de investimento por segmento do investidor (2008-2014)

Segmento/ano	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010	2011	2012	2013	2014
Investidor institucional	40,4	39,2	40,3	38,8	37,5	37,5	38,9
Varejo	11,7	14,3	15,1	17,2	16	14,5	15,3
<i>Private</i>	12,5	13,1	13,3	12,5	15	15,6	15,1
<i>Corporate</i>	20,7	19,4	17,2	17,6	16	15,1	14,9
Estrangeiro/outros	8,2	7,2	7,7	6,6	7,5	7,7	7,1
Poder público	6,5	6,7	6,4	7,3	7,9	9,6	8,7

Fonte: Anbima, Boletim Fundos de Investimento.
 Elaboração dos autores.

Para finalizar, a análise do portfólio do setor de fundos de investimento revelou que impera entre os seus gestores – e entre os proprietários da riqueza gerida – uma convenção de que as aplicações financeiras devam render no mínimo o que rendem os certificados de depósito interbancário (CDIs). Ou seja, este é o *benchmark* com o qual tomadores de decisão efetivamente trabalham no mercado (a chamada “cultura do CDI”) – uma convenção formada nos anos 1980, ainda não quebrada e que afeta negativamente o alongamento do prazo das aplicações financeiras.

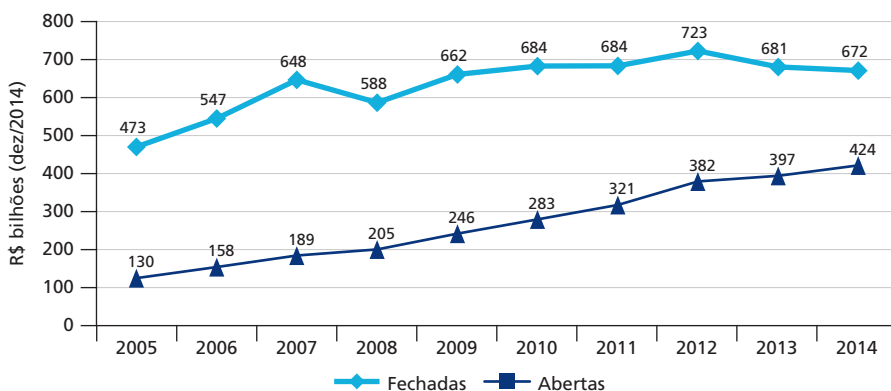
Além disso, a importância dos incentivos tributários na tomada de decisão de alocação da riqueza financeira ficou evidente, bem como a particularidade da regulação do setor no Brasil – muito estrita –, que contrasta sobremaneira com a observada em outros países.

5 OS FUNDOS DE PENSÃO

Ao final de 2014, o conjunto das carteiras das entidades de previdência complementar no Brasil era de R\$ 1,1 trilhão, o equivalente a cerca de 20% do PIB do país. Os fundos fechados detêm o maior volume de recursos (R\$ 672 bilhões em dezembro de 2014), mas, como mostra o gráfico 17, embora esse montante tenha crescido de forma razoavelmente sustentada entre 2005 e 2012, ele sofreu uma queda, em termos reais, nos últimos dois anos de análise.⁵⁰ Os fundos abertos, por sua vez, mantêm trajetória de acelerada expansão ao longo de todo o período observado, atingindo, em dezembro de 2014, um estoque de ativos de R\$ 424 bilhões.

50. Os fundos fechados são exclusivos para funcionários de uma determinada empresa ou grupo de empresas; servidores da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios; e de associações profissionais, classistas ou setoriais. Os fundos abertos, por sua vez, estão disponíveis para qualquer pessoa física que deseje aderir ou qualquer empresa que deseje oferecer o produto aos seus funcionários.

GRÁFICO 17
Previdência complementar
(Em R\$ bilhões)¹



Fonte: Abrapp e Fenaprevi. Transformação em valores reais a partir do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE).
Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Valores constantes de dezembro de 2014.

Obs.: Os dados de 2014 são relativos a dezembro para as EFPC e outubro para as EAPC (últimos dados disponíveis).

A despeito de elementos comuns, o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar é extremamente diverso. Seja no que diz respeito ao órgão supervisor ao qual estão submetidos, seja no que toca à legislação incidente sobre suas atividades, seja no que se refere à sua clientela, seja quanto ao seu horizonte temporal – dentre tantos outros aspectos –, há diferenças importantes entre os distintos fundos. Como consequência, a alocação das carteiras desses fundos pode ser também bastante distinta, sendo necessário segmentar a análise para não incorrer em generalizações indevidas. A segmentação analítica aqui proposta distingue: os fundos abertos dos fechados; os fundos de grande porte daqueles de pequeno porte; e os fundos patrocinados por empresas privadas daqueles patrocinados por empresas públicas. O estudo revela que aqueles com maior potencial para provimento de *funding* de longo prazo são os fundos fechados, de grande porte e patrocinados por empresas públicas.

As entidades abertas de previdência complementar não colocam restrições quanto ao seu público potencial, podendo ter inclusive participantes que estão fora do mercado de trabalho. Na realidade, muitas pessoas aderem a esses planos sem necessariamente a preocupação característica das aplicações propriamente previdenciárias, qual seja, a provisão de recursos para a garantia de uma renda durante a aposentadoria. Dados os incentivos tributários que incidem sobre esse tipo de aplicação, os bancos em geral oferecem esses planos a seus clientes como um investimento financeiro qualquer, assim como os fundos de investimento. Como consequência, o passivo dessas entidades abertas de previdência complementar costuma ter um horizonte temporal muito mais curto (e imprevisível), já que a rotatividade dos recursos aplicados é bastante grande. Diante dessa percepção, mas também da maior relevância quanto ao valor dos ativos geridos, a pesquisa

concentrou-se, portanto, nas carteiras do conjunto das entidades fechadas de previdência complementar – também chamadas de fundos de pensão.⁵¹

De início, uma primeira constatação é bastante nítida e importante de ser destacada: embora os fundos de pensão tenham um passivo preponderantemente de longo prazo, a gestão de suas carteiras apresenta traços bastante conservadores (preponderância de ativos de baixo risco e elevada liquidez). Como mostra o gráfico 18, ao final de 2014, a carteira consolidada dessas entidades possuía quase dois terços de seus ativos alocados em renda fixa e pouco menos de um quarto em renda variável. A análise do período 2003-2014 mostra que essas participações sofreram variações ao longo do tempo – notadamente em função da crise internacional eclodida em 2008 –, mas sempre com essa preponderância dos ativos de renda fixa.

No período anterior à crise, houve um expressivo crescimento da participação dos ativos de renda variável (6,6 p.p. entre 2004 e 2007), motivado por um aumento da procura por esse tipo de ativo, mas principalmente pela própria variação de preços, decorrente do momento de euforia do mercado acionário brasileiro.⁵² Com a eclosão da crise, em 2008, houve uma perda de mais de 8 p.p. na parcela de ativos de renda variável em um único ano. Passado o momento de breve recuperação desse mercado, em 2009, a tendência foi de queda contínua na parcela desses investimentos, até chegar ao atual patamar de 25% (significativamente inferior, portanto, mesmo àquele que se verificava antes do *boom* de 2004-2007).

Os investimentos estruturados aparecem apenas a partir de 2010, em função de uma alteração na exigência do Conselho Monetário Nacional (CMN) quanto à forma de registro dos investimentos realizados pelos fundos de pensão,⁵³ e congregam fundos imobiliários e de investimento em participação ou em empresas emergentes. Ao fim de 2014, o conjunto das entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) detinha R\$ 22,5 bilhões nesses investimentos estruturados. Deve-se destacar, ainda, o aumento da participação dos imóveis, decorrente da elevação dos preços imobiliários, mas também – e de forma associada – de uma estratégia deliberada de alguns grandes fundos, de ampliação dos investimentos nesse setor, notadamente em centros comerciais⁵⁴ – em dezembro de 2014, os investimentos

51. As carteiras das entidades abertas de previdência complementar estão incluídas nas análises dos fundos de investimento (seção 5 deste capítulo e capítulo 6 deste livro).

52. Entre janeiro de 2004 e dezembro de 2007, o Índice Bovespa passou de um patamar em torno de 24 mil para outro em torno de 64 mil pontos.

53. A Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009, em seu Art. 17, determinou que “Os investimentos dos recursos dos planos administrados pela EFPC devem ser classificados nos seguintes segmentos de aplicação: *I* - renda fixa; *II* - renda variável; *III* - investimentos estruturados; *IV* - investimentos no exterior; *V* - imóveis; e *VI* - operações com participantes”. Do que se pode observar pelos relatórios de alguns fundos de previdência complementar, boa parte dos ativos que vieram a ser classificados, a partir de 2010, como investimentos estruturados, faziam parte, anteriormente, da rubrica “renda variável”.

54. Alguns fundos (por exemplo, Funcef) já inclusive esbarram no limite legal da participação dos investimentos imobiliários no total da carteira, qual seja, de 8% – para detalhes, ver a Resolução CMN nº 3.792/2009, que regulamenta os investimentos das EFPCs.

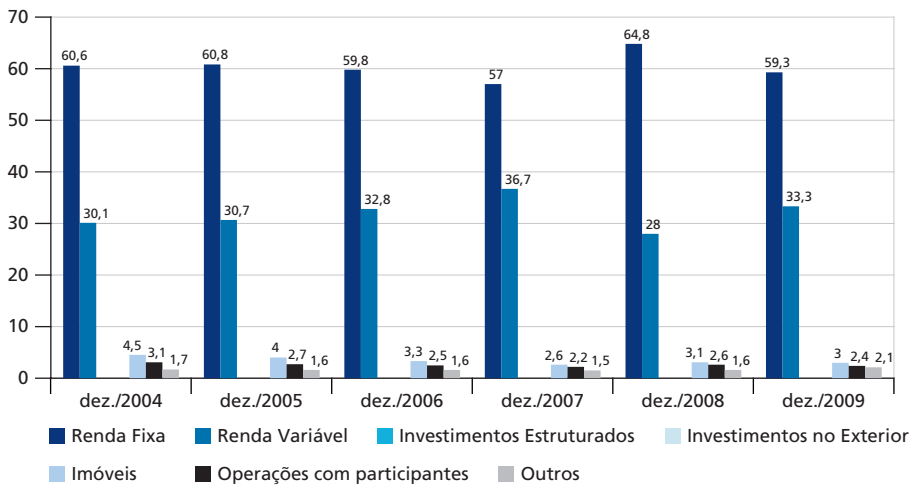
imobiliários das EFPCs somavam R\$ 31,5 bilhões. Por fim, convém mencionar que, a despeito de ainda não representarem um percentual significativo em relação ao total da carteira, muitos fundos têm declarado sua intenção de aumentar os investimentos no exterior.

GRÁFICO 18

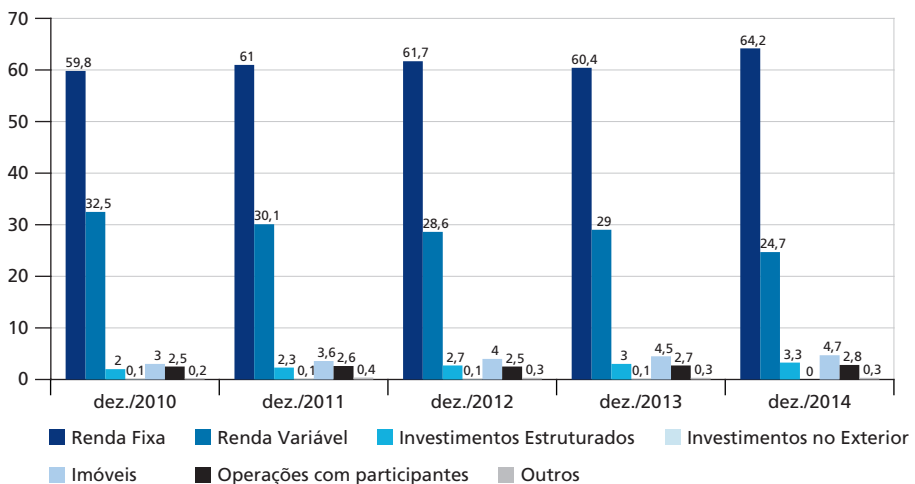
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar: carteira consolidada por tipo de aplicação

(Em % do total)

18A – Dezembro de 2004 a dezembro de 2009



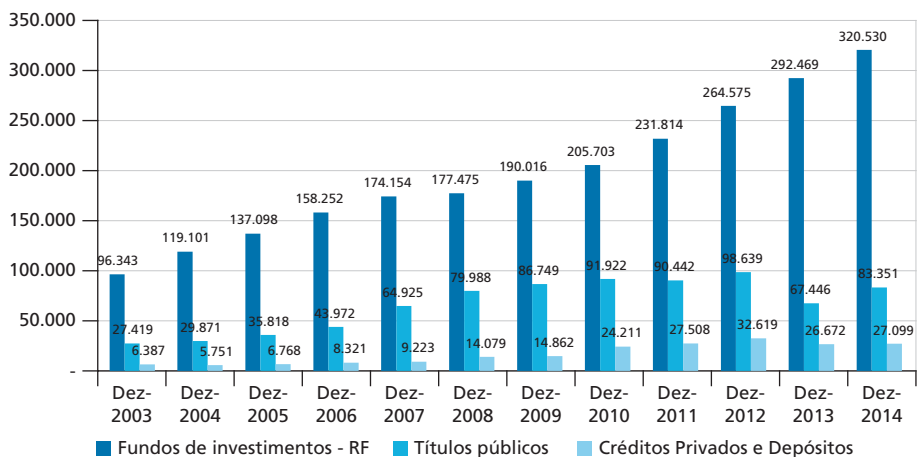
18B – Dezembro de 2010 a dezembro de 2014



Fonte: Abrapp (2014).
Elaboração dos autores.

Feitas essas primeiras observações, passa-se agora a uma investigação mais aprofundada, que exige a abertura das rubricas acima em subgrupos mais específicos. Começando pelos ativos de renda fixa, o gráfico 19 mostra os montantes absolutos aplicados em fundos de investimento – renda fixa, que incluem as modalidades curto prazo, referenciado, renda fixa, multimercado, cambial e FIDCs; em títulos públicos; e em créditos privados e depósitos.⁵⁵ Iniciando-se a análise pelos títulos públicos, percebe-se que, entre 2003 e 2010, o valor alocado nesses títulos aumentou enormemente, passando de R\$ 27,4 bilhões, no início da série, para R\$ 91,9 bilhões, em 2010 (crescimento de 235%). De 2012 para 2013, no entanto, houve uma substancial redução nesse montante registrado na rubrica de títulos públicos (de R\$ 98,6 bilhões para R\$ 67,4 bilhões). Essa aparente queda se deve, em parte, à tendência de queda nas taxas de juros, mas, sobretudo, a uma simples “remarcação” dos ativos, já que muitas EFPCs colocaram esses títulos em fundos exclusivos de renda fixa, inflando o valor desses fundos e reduzindo o valor registrado em títulos públicos – esse ponto será retomado a seguir. Em 2014, o volume de títulos públicos se elevou em quase R\$ 16 bilhões, como decorrência do cenário de incerteza e do retorno a uma trajetória de elevação das taxas de juros.

GRÁFICO 19
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar: ativos de renda fixa
 (Em R\$ milhões)



Fonte: Abrapp (2014).
 Elaboração dos autores.

55. Por sua inexpressividade, a rubrica Sociedades de Propósito Específico (SPE) foi deixada de fora da análise.

O montante alocado em fundos de investimento de renda fixa, por sua vez, apresenta crescimento acelerado e ininterrupto durante todo o período analisado. O único momento de relativa estagnação é em 2008, em função da crise internacional, mas, a partir de 2009, a trajetória de intenso crescimento recomeça e, em 2014, ele passa a representar a incrível parcela de 47,7% da carteira total dos fundos de pensão brasileiros. Isso reforça as conclusões sobre o conservadorismo desses fundos, mas também a percepção sobre a inequívoca tendência de aumento da participação da alocação de recursos em fundos de investimento, que será retomada a seguir.⁵⁶

Passando para a análise dos ativos de renda variável, a eclosão da crise, em 2008, é também o marco divisor das tendências (gráfico 20). Como discutido anteriormente, o dinamismo da economia brasileira no período 2003-2007 refletiu-se em aquecimento do mercado acionário e consequente elevação da propensão das EFPCs à realização de investimentos não apenas em ações, mas também em fundos de investimento vinculados a ações. Pelo movimento de aquisição desses ativos, mas, sobretudo, pela extraordinária elevação de seus preços, o somatório do montante alocado em ações e fundos de investimento com renda variável passou, entre 2004 e 2007, de R\$ 62,5 bilhões para R\$ 160 bilhões, com a maior variação tendo ocorrido entre 2006 e 2007. No ano seguinte, ápice da crise internacional, a desvalorização desses ativos foi bastante grande, sobretudo no que diz respeito às ações. Em 2009, nota-se uma revalorização desses ativos, mas não um retorno à trajetória pretérita. O montante alocado em ações fica oscilando em torno dos R\$ 80 bilhões, patamar ainda inferior àquele que atingira no pré-crise. Os fundos de investimento em renda variável, por sua vez, retomaram uma trajetória de crescimento em ritmo bastante modesto até 2013, mas em 2014 já foram reduzidos em mais de R\$ 10 bilhões. Em um movimento que não era verificado desde o peculiar ano de 2008, portanto, as alocações em renda variável sofreram queda, mesmo em termos nominais, tanto nas ações quanto nos fundos de investimento.

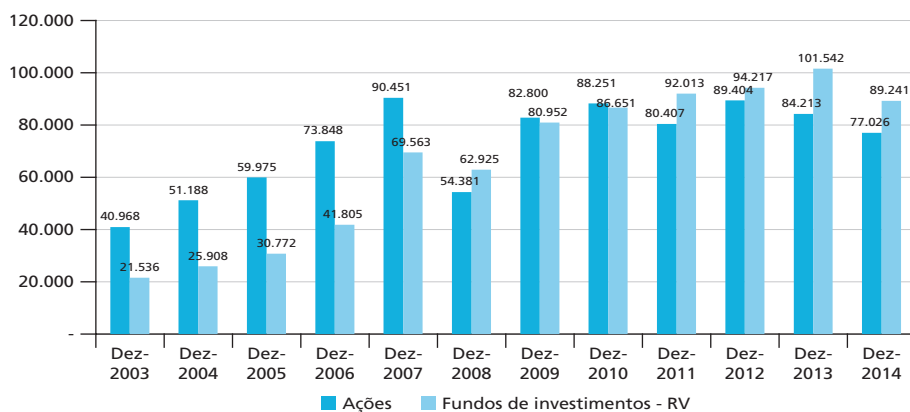
Os gráficos 19 e 20, analisados em conjunto, evidenciam um aspecto interessante: somadas as participações dos fundos de investimento em renda fixa e em renda variável, elas já tinham atingido, em 2014, 61,0% do total da carteira consolidada das EFPCs. A observação dos dados deixa nítida uma tendência de elevação dessa participação, sobretudo daquela dos fundos de investimento em renda fixa. Esse fenômeno está associado ao intuito de terceirizar a gestão de uma parte da carteira, mas esse não é o único motivo. De fato, muitos fundos de previdência (por exemplo, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ e Fundação dos Economistas Federais – Funcef) têm crescentemente alocado seus títulos públicos em fundos de investimento de renda fixa, que, muitas vezes, são fundos exclusivos, geridos autonomamente. O objetivo

56. No tocante aos investimentos em renda fixa, convém destacar, adicionalmente, que as debêntures representam uma parcela bastante diminuta do total das carteiras. Mesmo para Previ e Petros, entidades com carteiras mais diversificadas que aquelas dos fundos de pequeno porte, os valores investidos em debêntures, em 2013, eram de R\$ 2 bilhões na Previ (1,2% da carteira total) e de R\$ 369 milhões na Petros (0,56% da carteira).

parece ser o aumento da flexibilidade para a gestão desses ativos sob os parâmetros que regem os fundos de investimento (por exemplo, aumentando a liquidez e permitindo maior agilidade para eventual marcação a mercado). Ou seja, o crescimento dos fundos de pensão contribuiu para a expansão dos fundos de investimento, revelando uma interdependência entre as respectivas estruturas patrimoniais.

GRÁFICO 20

Ativos das entidades fechadas de previdência complementar: ativos de renda variável
(Em R\$ milhões)



Fonte: Abrapp (2014).

Elaboração dos autores.

Nota: A rubrica *Fundos de investimento - RV* inclui ações e índice de mercado.

Como tendências gerais relevantes na participação dos distintos tipos de investimento nas carteiras do conjunto das EFPCs, destacam-se, portanto: *i*) o expressivo aumento da alocação de recursos em fundos de investimento (com decorrente queda na detenção direta de títulos públicos em carteira, que não significa, no entanto, uma redução efetiva na importância desses títulos para as referidas entidades); e *ii*) o aumento dos ativos de renda fixa e a redução relativa dos ativos de renda variável. Além dessas, convém igualmente destacar duas tendências também claras, embora com impacto macroeconômico menos importante: *iii*) aumento dos investimentos estruturados (principalmente fundos imobiliários e fundos de participação); e *iv*) aumento dos investimentos em imóveis.

A pesquisa também revelou que, a despeito do grande número de entidades de previdência complementar atuando no país, o volume de ativos é bastante concentrado. No que tange aos fundos fechados, as dez maiores entidades detêm 60% do total de ativos; e apenas as três maiores detêm quase 45% dos ativos do conjunto dos fundos de pensão. São elas: Previ, Petros e Funcef, os fundos de previdência, respectivamente, dos funcionários do Banco do Brasil, da Petrobras e da CEF.

Diante disso, percebeu-se que a análise mais detalhada dessas três entidades seria extremamente relevante, em função da dimensão das carteiras, mas também pelas características dos fundos: por se tratarem de entidades fechadas, de grande porte e ligadas a empresas públicas, a pesquisa em curso indica que são justamente aquelas com maior potencial para fornecimento de *funding* de longo prazo para a economia brasileira. As carteiras dessas três entidades possuem uma participação de ativos de renda variável e investimentos estruturados (no total de ativos) que é efetivamente maior do que aquela do conjunto dos fundos de pensão, mas são ainda bastante concentradas em ativos de renda fixa, o que está certamente ligado à possibilidade de obtenção de uma remuneração elevada e com baixo risco, por meio da posse de títulos públicos.⁵⁷

Não se devem ignorar, porém, algumas tendências que permitem supor uma redução progressiva da importância desses três fundos nos próximos anos. Em primeiro lugar, em função do acelerado aumento dos volumes geridos pelas entidades abertas de previdência complementar, mostrado pelo gráfico 17. Em segundo lugar, pelo aumento da importância dos regimes próprios de previdência complementar, notadamente aqueles dos estados de São Paulo e Rio de Janeiro e, potencialmente, da Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (Funpresp). Em função do número de potenciais participantes e de seu salário médio, a expectativa é que a Funpresp, em poucos anos, se torne o maior fundo de previdência complementar de toda a América Latina. Será mantida, portanto, uma estrutura bastante concentrada, mas possivelmente com um rearranjo dos atores mais relevantes.

6 O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO COMO UM TODO: UM ESFORÇO DE SÍNTESE

Definições do sistema financeiro brasileiro, em geral, se baseiam na Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que “dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências”. De acordo com a referida lei, compete ao BCB, dentre outras funções, “exercer a fiscalização das instituições financeiras” e autorizá-las a funcionar no país, a “alienar ou, por qualquer outra forma, transferir o seu controle acionário” e ser “transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas”. Daí que o BCB é obrigado a acompanhar de perto as instituições do sistema financeiro nacional, bem como disponibilizar relatório mensais sobre estas.

Embora útil, esse acompanhamento é, por vários motivos, insuficiente para os propósitos deste texto. Primeiro, porque diversos componentes formais do sistema financeiro nacional – por exemplo, as cooperativas de crédito – são negligenciáveis do ponto de vista macroeconômico. Segundo, porque algumas das categorias formais do sistema financeiro nacional – por exemplo, os “bancos múltiplos” – são

57. A análise detalhada das carteiras de Previ, Petros e Funcef é feita no capítulo 9 deste volume.

por demais agregadas para os nossos propósitos. Com efeito, interessa-nos, sempre que possível, desagregar a multiplicidade de atividades dessas instituições – por exemplo, as atividades de banco comercial e administrador de fundos de investimento de um banco múltiplo. Terceiro, porque os relatórios do BCB não explicitam suficientemente bem as interdependências entre as várias instituições financeiras, um aspecto particularmente caro para os propósitos desta pesquisa.⁵⁸ Por fim, porque o Tesouro Nacional joga um papel crucial na dinâmica do sistema financeiro nacional, mas dele não faz parte formalmente de acordo com a Lei nº 4.595/1964.

A chamada *matriz de patrimônio financeiro* (MPF), publicada em IBGE (2011) é conceitualmente bem mais útil para os propósitos deste texto, visto que apresenta dados consolidados sobre os ativos e passivos financeiros de cada um dos setores institucionais da economia, explicitando ainda as interdependências existentes entre as posições financeiras dos referidos setores. O problema, neste caso, é que a MPF agrega o BCB, os bancos comerciais, os fundos de investimento e os fundos de pensão, dentre outras instituições, na categoria de *empresas financeiras*, impossibilitando, desta forma, a análise individualizada das referidas instituições e de suas interdependências. A seguir, apresenta-se uma visão estilizada do sistema financeiro brasileiro com base numa versão modificada dessa matriz.

6.1 Uma visão estilizada do sistema financeiro como um todo

A partir das discussões apresentadas nas seções precedentes, a estilização do sistema financeiro nacional adotada nesta pesquisa está exposta na tabela 10. Trata-se, essencialmente, de uma MPF com um setor financeiro mais desagregado do que a publicada em IBGE (2011) e com uma estrutura de ativos e passivos também diferente da apresentada nesta última referência.

São, pelo menos, nove os setores institucionais envolvidos no objeto que buscamos compreender, a saber: *i*) o BCB; *ii*) o Tesouro Nacional (G); *iii*) os bancos comerciais (B); *iv*) os fundos de investimento (FI); *v*) os fundos de pensão (FP); *vi*) o setor externo (EXT); *vii*) os bancos de desenvolvimento (BD); *viii*) os governos subnacionais (EM); e, por fim, *ix*) o setor privado não financeiro (PRIV). Naturalmente, outras desagregações seriam desejáveis em análises mais detalhadas. Em vários contextos, pode ser útil, por exemplo, desagregar o setor privado não financeiro em famílias, firmas privadas e firmas estatais⁵⁹ ou, ainda, desagregar os bancos comerciais em públicos, privados de capital nacional e privados de capital externo. Para os nossos propósitos imediatos, entretanto, a desagregação da tabela 10 será suficiente.⁶⁰

58. Assim como para Minsky (1975, p. 118), para quem “uma realidade definitiva em uma economia capitalista é o conjunto de balanços patrimoniais inter-relacionados das várias unidades institucionais que a compõem”.

59. Por simplicidade, estamos tratando as empresas estatais como quaisquer outras empresas privadas domésticas.

60. Com efeito, as análises mais aprofundadas deste texto dizem respeito apenas aos setores institucionais *i*)-*v*). Os setores *vi*)-*ix*) e eventuais desagregações destes últimos serão tratados em etapa posterior da pesquisa.

TABELA 10
Estilização do sistema financeiro nacional adotada nesta pesquisa

1	$+R_{bc}$	-	-	-	-	-	-	-R	$+R_{priv}$	0
2	$+T_{bc}$	$+T_b$	-	-T	$+T_{em}$	$+T_{fi}$	$+T_{fp}$	$+T_{ext}$	$+T_{priv}$	0
3	-BM	$+BM_b$	-	-	-	-	-	-	$+BM_{priv}$	0
3.1	-DComp	$+DComp$	-	-	-	-	-	-	-	0
4	-Conta Única	-	-	+ Conta Única	-	-	-	-	-	0
5	-	-Div Ext _b	-	-	-Div Ext _{em}	-	-	+Div Ext	-Div Ext _{priv}	0
6	-	-Dep	-	-	$+Dep_{em}$	-	-	-	$+Dep_{priv}$	0
7	-	$+Emp_b$	$+Emp_{bd}$	$+Emp_g$	-Emp _g	-	-	-	-Emp _b -Emp _{bd}	0
8	-	$+Deb_b$	-	-	-	$+Deb_{fi}$	$+Deb_{fp}$	$+Deb_{ext}$	-Deb	0
9	-	$+Ações_b$	-	-	-	$+Ações_{fi}$	$+Ações_{fp}$	$+Ações_{S_{ext}}$	-Ações	0
10	-	-	-	$+K_g$	$+K_{em}$	-	-	$+K_{ext}$	$+K_{priv}$	+K
11	-	-	-Part _{bd}	+Part _{bd}	-	-	-	-	-	0
12	-	-	-	-	-	-CFI	$+CFI_{fp}$	$+CFI_{ext}$	$+CFI_{priv}$	0
13	-	-	-	-	-	-	-CFP	-	+CFP	0
14	-SC	$+SC_b$	-	-	-	-	-	$+SC_{ext}$	-	0
15	-OC _{bc}	$+OC_{bc}$	-	-	-	$+OC_b$	-	-	-	0
		- OC _b								0

Elaboração dos autores.

Talvez, seja mais fácil ler a tabela 10 coluna a coluna. A notação da primeira coluna, por exemplo, indica que os ativos do BCB consistem em reservas externas (R_{bc}) e títulos do Tesouro Nacional (T_{bc}), enquanto seus passivos consistem em depósitos compulsórios dos bancos comerciais (DComp), *swaps* cambiais (SC), outras operações compromissadas (OC_{bc}), base monetária exclusiva depósitos compulsórios (BM) e no valor da Conta Única do Tesouro Nacional (Conta Única). Por conveniência, supõe-se que o BCB tenha zero dívida externa (Div Ext) e zero depósitos no sistema bancário nacional (Dep); tome zero empréstimos (Emp) junto ao referido sistema; e tenha zero debêntures (deb) e ações emitidas pelo setor privado não financeiro, zero cotas de fundos de investimento (CFI) e de pensão (CFP), zero participação em bancos de desenvolvimento (Part) e zero estoque de capital físico (K). Essas hipóteses explicam as células vazias da primeira coluna.

Note-se que sinais negativos (positivos) invariavelmente indicam passivos (ativos) na tabela 10, de modo que o patrimônio líquido de cada setor pode ser obtido somando-se os itens da sua respectiva coluna.

O balanço dos bancos comerciais (coluna 2), por seu turno, consiste, no lado dos ativos, em empréstimos (Emp) ao setor privado não financeiro, de-

bêntures (Deb) e ações emitidas pelo setor privado não financeiro, títulos da dívida pública federal (T), reservas voluntárias (BM), depósitos compulsórios (DComp) junto ao BCB, *swaps* cambiais e outras operações compromissadas adquiridas do BCB. Do lado do passivo, constam os depósitos do setor privado não financeiro e dos governos subnacionais (Dep), a dívida externa bancária (Div Ext_b) e operações compromissadas feitas com fundos de investimento (OC_b).

Nenhuma caracterização do sistema financeiro brasileiro estaria completa sem o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social evidentemente. A caracterização patrimonial suposta para os bancos de desenvolvimento na terceira coluna da tabela 10 é bastante simples: supõe-se que os únicos passivos destes bancos sejam capitalizações feitas pelo governo (Part_{bd}) e seus únicos ativos sejam os empréstimos que fazem ao setor privado (Emp_{bd}).

As administrações públicas são desagregadas em Tesouro Nacional e Governos subnacionais na tabela 10. Com efeito, enquanto o Tesouro Nacional cumpre um papel decisivo no sistema financeiro brasileiro, emitindo títulos da dívida pública federal (T) carregados por todos os demais agentes (exclusive bancos de desenvolvimento), o papel dos governos estaduais e municipais na dinâmica das finanças nacionais é claramente menos importante.

Os títulos da dívida pública federal compõem o passivo do Tesouro Nacional na tabela 10, enquanto os ativos da União são: *i*) a dívida dos governos subnacionais (Emp_g); *ii*) os depósitos do Tesouro no BCB (Conta Única); *iii*) as participações federais nos bancos de desenvolvimento; e *iv*) o estoque de capital físico do governo federal (K_g). Estados e municípios, por seu turno, tomam dinheiro emprestado com o Tesouro Nacional (Emp_g) e no exterior (Div Ext_{em}) e têm como ativos depósitos nos bancos comerciais (Dep_{em}), títulos federais (T_{em}) e um estoque de capital físico (K_{em}).

Ambos os fundos de pensão e fundos de investimento têm cotas – CFP e CFI respectivamente – como passivos na tabela 10. Ambos têm também títulos federais e debêntures e ações emitidas pelo setor privado não financeiro em seus ativos. Mas enquanto os fundos de pensão, o setor privado não financeiro e os investidores externos têm cotas de fundos de investimento, apenas o setor privado não financeiro tem cotas de fundos de pensão. Outra característica única dos fundos de investimento é o fato de terem operações compromissadas com os bancos comerciais como item do ativo.

As reservas internacionais são o único item do passivo do setor externo na tabela 10. Não residentes, entretanto, têm vários ativos. São eles títulos federais (T_{ext}); empréstimos feitos aos bancos, aos governos subnacionais e ao setor privado não financeiro (Div Ext); ações e debêntures (Deb_{ext}) emitidas pelo setor privado

não financeiro; cotas de fundos de investimento (CFI_{ext}); *swaps* cambiais emitidas pelo BCB (SC); e capital físico (K_{ext}).

Por fim, o setor privado não financeiro tem em seu ativo reservas no exterior (R_{priv}), títulos federais (T_{priv}), dinheiro na mão (BM_{priv}), depósitos bancários (Dep_{priv}), cotas de fundos de investimento (CFI_{priv}) e de fundos de pensão (CFP) e capital físico (K_{priv}). O passivo do setor privado não financeiro, por seu turno, consiste em empréstimos externos ($Div\ Ext_{priv}$), de bancos comerciais (Emp_b) e de desenvolvimento (Emp_{bd}), além de ações e debêntures (Deb).

Antes de passar adiante, cumpre registrar que também é informativo ler a tabela 10 linha a linha. Por exemplo, vimos anteriormente que R denota reservas externas. Tais reservas são, obviamente, passivos do setor externo (que as emitiu) e, por hipótese, ativos do BCB e do setor privado não financeiro. Daí que R aparece com sinal negativo na coluna do setor externo e com sinal positivo nas colunas do BCB (R_{bc}) e do setor privado não financeiro (R_{priv}). O fato de que todo ativo financeiro de alguém foi necessariamente emitido por outrem faz com que a soma das linhas da tabela 10 quase sempre seja igual a zero. A única exceção é a linha com os valores do estoque de capital (K) de cada setor, posto que não se trata de um ativo financeiro, mas físico.

6.2 A lógica do que se segue

O sistema financeiro descrito na tabela 10 é admitidamente estilizado. Obviamente, na realidade, o capital fixo dos bancos não é zero, brasileiros também detêm capital fixo no exterior e seguradoras e cooperativas de crédito figuram proeminentemente entre as instituições financeiras do país, apenas para citar alguns exemplos de simplificações contidas na tabela 10.

Ressalte-se, pois, que o objetivo da tabela 10 não é ser um mapa um para um, mas, a partir das discussões apresentadas nas seções precedentes, retratar as relações e variáveis *essenciais* para a dinâmica do sistema financeiro nacional.

De outro modo, dois tipos de crítica podem ser feitos à estilização proposta na tabela 10. Primeiramente, haverá aqueles que acreditam que variáveis e/ou instituições cruciais para a referida dinâmica foram deixadas de fora. Por sua vez, pode haver também quem ache que variáveis demais foram incluídas.

Seja como for, talvez seja possível acordar que essas e outras questões relacionadas à tabela 10 se beneficiariam enormemente de estudos mais detalhados sobre os setores institucionais da tabela. Esses estudos já vêm sendo feitos, e seus resultados serão apresentados em mais detalhes nos demais capítulos deste volume que se ocupam de cinco destes nove setores, a saber, o BCB e o Tesouro Nacional (capítulos 2 e 3), os bancos comerciais (capítulos 4 e 5), os fundos de investimento

(capítulo 6) e os fundos de pensão (capítulos 7 e 8). Os demais setores serão tratados em etapas posteriores da pesquisa.

7 OS PRÓXIMOS PASSOS DA PESQUISA

O *tour de force* das seções 3-6 evidencia que muito se avançou na caracterização conceitual do sistema financeiro brasileiro. Parece respaldar, ademais, várias das hipóteses estruturais da tabela 10.

Com efeito, embora vários bancos (múltiplos) sejam também administradores de fundos de investimento, parece haver uma clara divisão de tarefas dentro de cada conglomerado financeiro, com forte diferenciação entre as ações dos bancos e as dos fundos de investimento – o que confere alguma legitimidade à decisão de desagregar estas instituições na tabela 10. Além disso, os portfólios das diversas instituições financeiras mostraram-se marcadamente diferentes – também como descrito na tabela 10.

Tomadas em conjunto, as seções 3-5 permitem, ainda, uma ideia razoavelmente precisa das ordens de grandeza relevantes. Deixam claro, em particular, o gigantesco tamanho – e a importância crescente – dos fundos de investimento e a tendência à estagnação relativa dos fundos de pensão fechados.

Não obstante esses progressos, ainda há muito o que avançar em múltiplas frentes do esforço de pesquisa.

Em primeiro lugar, avanços são possíveis na caracterização dos setores institucionais. Conquanto o protagonismo da tríade Tesouro-BCB-bancos comerciais, complementada pelos fundos de investimento e de pensão, seja bastante evidente, a dinâmica de todo o sistema também depende, em grande medida, das ações do setor privado não financeiro, dos investidores internacionais, dos bancos de investimento e dos governos subnacionais.

Mais trabalho será necessário também no levantamento de bases de dados. De um lado, os períodos cobertos nas seções 3-5 são heterogêneos – começando, em alguns casos, apenas em 2008. De outro lado, há que se estimar números para todas as – e não apenas para algumas das – células da tabela 10 para o maior número possível de anos. Trata-se de uma tarefa difícil – não é por acaso que os dados da matriz de patrimônio financeiro do IBGE são tão agregados –, mas nem por isso inexecutável.

Por fim, há que se avançar nos determinantes das escolhas de portfólio dos setores institucionais da tabela. Este avanço, por seu turno, implica necessariamente o levantamento e o estudo dos dados de lucratividade dos referidos setores. Com efeito, os agentes escolhem seus portfólios com o objetivo de maximizar as respectivas lucratividades – objeto este que não foi tratado neste texto.

REFERÊNCIAS

ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Anuário estatístico 2014**. São Paulo: Abrapp, 2014.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Metodologia para envio de estatísticas de private**. Rio de Janeiro; São Paulo: Anbima, [s.d.]. Disponível em: <<http://goo.gl/Uo0ld1>>.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Plano contábil das instituições financeiras do Sistema Financeiro Nacional**. Brasília: Banco Central, 1987. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

_____. Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas e previdência complementar. Brasília: BCB, 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/azZNsW>>.

_____. Descrição dos módulos do Unicad. **BCB**, [s.d.]. Disponível em: <<http://goo.gl/54jZia>>.

_____. **Nota para a imprensa** – política fiscal, Brasília, 30 nov. 2015.

BINDSEIL, U. **Monetary policy implementation: theory, past, and present**. Oxford: Oxford University Press, 2004.

_____. **Monetary policy operations and the financial system**. Oxford: Oxford University Press, 2014.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional, 1964. Disponível em: <<https://goo.gl/2GLEH9>>.

BRUNNERMEIER, M. K.; EISENBACH, T. M.; SANNIKOW, Y. **Macroeconomics with financial frictions: A survey**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2012. (Working Paper, n. 18102).

CAVERZASI, E.; GODIN, A. Post-Keynesian stock-flow-consistent modelling: a survey. **Journal of Economics**, Cambridge, v. 39, n. 1, p. 157-187, 2015.

FISHER, I. The debt-deflation theory of great depressions. **Econometrica**, v. 1, n. 4, p. 337-357, 1933.

FREITAS, M. C. P.; CAGNIN, R. F. A política financeira anticíclica e a evolução do crédito bancário entre 2009 e 2012. *In*: NOVAIS, L. F.; CAGNIN, R. F.;

BIASOTO JÚNIOR, G. (Orgs.) **A economia brasileira no contexto da crise global**. São Paulo: Fundap, 2014. p. 123-161.

GRAY, S.; PONGSAPARN, R. Issuance of Central Bank Securities: international experiences and guidelines. Washington: IMF, May 2015. (**IMF Working Paper**, 15/106). Available in: <<https://goo.gl/UOY4n7>>.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Conta financeira e conta de patrimônio financeiro 2004-2009**. Rio de Janeiro: IBGE, 2011.

_____. **Sistema de contas nacionais Brasil: 2010-2013**. Rio de Janeiro: IBGE, 2015.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and Money**. London: Macmillan, 1973.

KINDLEBERGER, C. **Manias, panics, and crashes: a history of financial crises**. New York: Basic Books, 1978.

KRUGMAN, P. How complicated does the model have to be? **Oxford Review of Economic Policy**, Winter, v. 16, n. 4, 2000.

MINSKY, H. **The financial instability hypothesis**. New York: Columbia University Press, 1975.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

NIYAMA, J.; GOMES, A. **Contabilidade de instituições financeiras**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

OLIVEIRA, G. C. A estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil no período recente (I-2007/I-2014). Brasília: Ipea, 2015. (Texto para Discussão, n. 2162). Disponível em: <<https://goo.gl/F6BhG6>>.

ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS *et al.* **A System of National Accounts 1993**. Bruxelas; New York; Paris; Washington, 1993.

_____. **A System of National Accounts 2008**. Bruxelas; New York; Paris; Washington, 2009.

PRATES, D. M. **A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil: especificidades e dilemas**. Brasília: Ipea, 2015. p.182.

SMETS, F.; WOUTERS R. Shocks and frictions in us business cycles: a bayesian DSGE approach. **American Economic Review**, v. 97, n. 3, p. 586-606, 2007.

TOBIN, J. Money and the Macroeconomic Process. **Journal of Money, Credit and Banking**, May 1982.

ANEXO

TABELA A.1

Ativos e passivos financeiros de estados e municípios (2006-out. 2015)
(Em % do PIB)¹

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Out./2015
Governos estaduais										
Ativos	4,6	5,0	4,9	4,7	4,2	4,3	4,4	3,4	2,4	1,0
Participações	3,6	3,9	3,7	3,5	3,1	3,1	3,1	2,1	1,3	
Outros	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,1	1,0
Passivos	13,6	12,6	12,5	11,7	10,9	10,4	10,5	9,6	9,7	10,0
Renegociação	12,1	11,4	11,4	10,6	9,8	9,3	9,2	8,1	7,8	7,9
Dívida bancária	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,8	1,1	1,6	1,8
Outros	1,3	1,0	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Governos municipais										
Ativos	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,1
Participações	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	
Outros	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Passivos	2,0	1,8	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8
Renegociação	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5
Dívida bancária	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Dados até outubro de 2015.