

Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro

um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015

Volume 1



Organizador
Claudio Hamilton Matos dos Santos

Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro

um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015

Volume 1

Organizador:
Cláudio Hamilton Matos dos Santos



Governo Federal

Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão

Ministro Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiros – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Rogério Boueri Miranda

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura, Interino

Rogério Boueri Miranda

Diretora de Estudos e Políticas Sociais

Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Sergio Augusto de Abreu e Lima Florencio Sobrinho

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação

Regina Alvarez

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro

um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015

Volume 1

Organizador:
Cláudio Hamilton Matos dos Santos

ipea
Brasília, 2017

Características estruturais do sistema financeiro brasileiro : um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015, volume 1 / organizador: Claudio Hamilton Matos dos Santos. – Brasília : Ipea, 2016. 427 p. : il., gráfs. color.

Inclui Bibliografia.

ISBN: 978-85-7811-298-1

1. Sistema Financeiro. 2. Sistemas Bancários. 3. Bancos Centrais. 4. Fundos de Investimento. 5. Previdência Complementar. 6. Fundos de Pensão. 7. Brasil. I. Santos, Claudio Hamilton Matos dos. II. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 332.0981

A obra retratada na capa deste livro é a pintura Cidade, de Candido Portinari (1903-1962), datada de 1959. Além da inegável beleza e expressividade de suas obras, Portinari tem importância conceitual para um instituto de pesquisas como o Ipea. O “pintor do novo mundo”, como já foi chamado, retratou momentos-chave da história do Brasil, os ciclos econômicos e, sobretudo, o povo brasileiro, em suas condições de vida e trabalho: questões cujo estudo faz parte da própria missão do Ipea. O instituto agradece ao Projeto Portinari pela honra de usar obras do artista em sua produção.

Direito de reprodução gentilmente cedido por João Candido Portinari.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	7
---------------------------	---

INTRODUÇÃO	9
-------------------------	---

CAPÍTULO 1

A CARACTERIZAÇÃO ESTRUTURAL DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: UMA AGENDA DE PESQUISA	15
---	----

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Adriana Nunes Ferreira

Antônio Carlos Macedo e Silva

Bruno De Conti

Daniela Magalhães Prates

Giuliano Contento de Oliveira

CAPÍTULO 2

DESVENDANDO A RIQUEZA FINANCEIRA: FLUXOS E ESTOQUES FINANCEIROS NO BRASIL	63
--	----

Antonio Carlos Macedo e Silva

CAPÍTULO 3

O QUE MOSTRAM AS DEMONSTRAÇÕES? BALANÇOS E RESULTADOS DOS BANCOS CENTRAIS	111
--	-----

Antonio Carlos Macedo e Silva

CAPÍTULO 4

A ESTRUTURA PATRIMONIAL DO SISTEMA BANCÁRIO NO BRASIL NO PERÍODO RECENTE (I-2007/I-2014)	139
---	-----

Giuliano Contento de Oliveira

CAPÍTULO 5

ESTRATÉGIAS DE BALANÇO DOS CINCO MAIORES BANCOS NO BRASIL NO PERÍODO RECENTE (I-2007/III-2014)	203
---	-----

Giuliano Contento de Oliveira

CAPÍTULO 6

FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL: INSTITUCIONALIDADE
E DECISÕES DE ALOCAÇÃO DE RIQUEZA (2008-2014)277
Adriana Nunes Ferreira

CAPÍTULO 7

OS FUNDOS BRASILEIROS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
SEGMENTAÇÕES ANALÍTICAS E ESTUDOS PRELIMINARES SOBRE
A ALOCAÇÃO DE SEUS RECURSOS343
Bruno De Conti

CAPÍTULO 8

PREVI, PETROS E FUNCEF: UMA ANÁLISE DA ALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS
DAS TRÊS MAIORES ENTIDADES BRASILEIRAS DE PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR (2003-2013)375
Bruno De Conti

APRESENTAÇÃO

O correto tratamento do sistema financeiro em modelos macroeconômicos é, ainda hoje, uma questão aberta.

É incontornável, entretanto, a constatação de que a visão da maior parte dos macroeconomistas sobre o tema sofreu mudanças importantes após a eclosão da grande crise financeira internacional em 2008. Com efeito, grande parte do esforço recente na profissão tem se concentrado na incorporação de variáveis financeiras aos modelos macroeconômicos – em forte contraste com o período pré-2008, no qual, como hoje é bem sabido, os modelos dominantes davam relativamente pouca importância às questões financeiras.

O presente volume registra o esforço de pesquisa sobre a dinâmica do sistema financeiro brasileiro feito no âmbito da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea no biênio 2014-2015.

Grande parte desse esforço teve como objetivo mapear as características institucionais e estruturais do sistema financeiro brasileiro analisado pelo prisma dos setores que o compõem – notadamente bancos comerciais, fundos de investimento e fundos de pensão –, além de descrever as linhas gerais do comportamento dos referidos setores na última década.

O horizonte temporal escolhido tem uma razão de ser. Várias das informações setoriais utilizadas nos textos deste livro somente ficaram disponíveis nos últimos anos. A própria disponibilização das contas financeiras no Sistema de Contas Nacionais do Brasil – cuja utilidade para estudos macroeconômicos também é discutida aqui – data apenas de 2011.

Boa leitura!

Claudio Hamilton Matos dos Santos
Coordenador de Políticas Macroeconômicas do Ipea

INTRODUÇÃO

Há pelo menos um século, os economistas vêm pensando em formas de mensurar os mercados financeiros.

Embora datem formalmente de 1947, as primeiras contas de fluxos de fundos apresentadas por Morris Copeland foram fortemente influenciadas pela grande “tradição institucionalista americana desde Veblen (...) até Mitchell” (De Bonis e Gigliobianco, 2012, p. 18, tradução nossa). O próprio Copeland havia liderado importante pesquisa sobre o tema duas décadas antes.

Quase setenta anos depois do texto seminal de Copeland, o problema continua a desafiar os economistas. Não surpreendentemente, a caracterização do sistema financeiro é apontada por Cagetti *et al.* (2014) como uma das fronteiras de desenvolvimento das contas econômicas integradas dos Estados Unidos.

A relação dos macroeconomistas com as referidas tentativas também passou por diversas fases. Após algum entusiasmo inicial, quando se achava que os novos dados “jogariam um papel importante no desenvolvimento da teoria econômica” (Riefler, 1952, p. 11, tradução nossa), a profissão como um todo encantou-se com o teorema de Modigliani-Miller (1958), de acordo com o qual a estrutura de capital das empresas não afeta seu valor de mercado, se os mercados financeiros são eficientes e sem fricções e não existem tributos. À luz desse e de outros avanços no conhecimento macroeconômico e nas capacidades institucionais dos órgãos reguladores, a maioria dos macroeconomistas passou a acreditar – principalmente a partir dos anos 1970 – que o papel dos mercados financeiros nas flutuações macroeconômicas não seria mais tão importante quanto nas primeiras décadas do século passado.

Naturalmente, vários macroeconomistas influentes – como, Minsky (1975), Tobin (1982), Bernanke, Gertler e Gilchrist (1999) e Godley e Lavoie (2007) – se posicionaram contra a corrente principal. Mas, notadamente após a “grande moderação” verificada nas flutuações macroeconômicas após meados da década de 1980 (Bernanke, 2004), a visão dominante na profissão parece ter se alinhado com a de Lucas (2003, p. 1, tradução nossa), para quem “o problema (...) de prevenir depressões econômicas” já teria sido essencialmente “resolvido” décadas atrás.

Por óbvio, a eclosão da crise financeira de 2008 mudou radicalmente esse quadro. Tornou-se um clichê afirmar que a profissão cometeu um grave erro ao desconsiderar a centralidade dos mercados financeiros (Blanchard, 2013). Talvez mais importante, “muito do trabalho analítico dos últimos (...) anos visou reintroduzir o sistema financeiro nos modelos macroeconômicos” (*op. cit.*, p. 2, tradução nossa).

De uma perspectiva brasileira, o quadro não é muito diferente. Ainda que não tenham ocorrido grandes crises financeiras neste século, parece haver poucas dúvidas de que o ciclo de crédito iniciado em 2004 teve grande influência na dinâmica macroeconômica do país na última década. Como exatamente isso se deu ainda é motivo de discussão entre os macroeconomistas brasileiros – em grande medida porque, como visto anteriormente, a profissão desacostumou-se a levar em consideração o funcionamento dos mercados financeiros em discussões macroeconômicas.

Nesse contexto, a Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea lançou, em 2013, o projeto de pesquisa *Metodologias de acompanhamento dinâmico dos mercados financeiros brasileiros*. Até então, o esforço de modelagem da economia brasileira no Ipea seguia o restante da profissão e desconsiderava inteiramente os detalhes do funcionamento do sistema financeiro nacional. Mas ambas as sinalizações advindas do acompanhamento conjuntural da casa – que apontavam a importância da dinâmica do crédito para as flutuações macroeconômicas no país – e as próprias reflexões da profissão após a crise indicavam a necessidade de entender melhor o sistema financeiro brasileiro.

Este volume resume o que a casa aprendeu sobre o assunto no biênio 2014-2015.

Tal como registrado no primeiro capítulo deste livro – denominado de *A caracterização estrutural do sistema financeiro brasileiro: uma agenda de pesquisa*, de autoria de Cláudio Hamilton Matos dos Santos, Adriana Nunes Ferreira, Antônio Carlos Macedo e Silva, Bruno de Conti, Daniela Magalhães Prates e Giuliano Contento de Oliveira –, a maior parte do esforço de pesquisa nesses anos concentrou-se no levantamento dos dados e das institucionalidades relevantes.

Mas Santos e outros apresentam, ainda, um primeiro esboço do sistema financeiro brasileiro *como um todo* e resumem – à luz do material dos demais capítulos deste volume – os principais fatos estilizados identificados pela pesquisa até agora, sobre a dinâmica dos portfólios dos principais atores institucionais do sistema financeiro na última década.

Trata-se, enfim, do capítulo a ser lido por leitores com pouco tempo para ler todos os capítulos do livro.

O segundo e o terceiro capítulos deste volume – de autoria de Antônio Carlos Macedo e Silva – tratam, respectivamente, dos dados oficiais sobre a riqueza financeira no Brasil e de questões conceituais relacionadas à mensuração das atividades dos bancos centrais.

No segundo capítulo – denominado de *Desvendando a riqueza financeira: fluxos e estoques financeiros no Brasil* –, Macedo e Silva analisa os méritos e as limitações das contas de patrimônio financeiro e da *matriz de patrimônio financeiro* publicadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Conquanto

úteis e instigantes, conclui o autor, os números do IBGE são por demais agregados para fazer justiça às múltiplas instituições que compõem as *empresas financeiras*. Ademais, o fato de estarem disponíveis para um número pequeno de anos coloca em dúvida a possibilidade de serem tomados como indícios de estruturas e comportamentos mais permanentes.

No terceiro capítulo – denominado de *O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos bancos centrais* –, Macedo e Silva discute questões conceituais sobre os balanços patrimoniais de bancos centrais em geral. A conclusão do autor reforça a noção de que o tema é relativamente pouco estudado no Brasil e no mundo. Com efeito – de acordo com Macedo e Silva –, até mesmo na literatura internacional,

há pouca clareza acerca da natureza do Banco Central e, por conseguinte, acerca do significado de seu balanço e de seus resultados; acerca de seu relacionamento com o Tesouro; acerca dos múltiplos arranjos possíveis dos instrumentos de política monetária; e, finalmente, acerca dos próprios modos básicos – como supridor ou receptor de liquidez – de articulação com o sistema bancário.

O quarto e o quinto capítulos deste volume, de autoria de Giuliano Contento de Oliveira, discutem em detalhe a dinâmica patrimonial dos bancos brasileiros desde 2007.

No quarto capítulo, denominado de *A estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil no período recente (I-2007/I-2014)*, Oliveira – tal como Macedo e Silva no capítulo sobre os bancos centrais – destrincha o significado dos números publicados nos balanços patrimoniais dos *conglomerados financeiros*, dos quais fazem parte os maiores bancos do país. Os dados permitem ao autor concluir que, em grande medida por conta da forte expansão das operações de crédito dos bancos públicos, a estrutura patrimonial do sistema bancário ficou menos líquida no período recente. Além disto, a criação das letras financeiras mudou a composição do passivo do sistema bancário, uma vez que essa forma de captação – que não tem liquidez diária e sobre a qual não incide compulsório – tem claras vantagens em relação aos depósitos a prazo.

No quinto capítulo deste volume – denominado de *Estratégias de balanço dos cinco maiores bancos no Brasil no período recente (I-2007/III-2014)* –, Oliveira debruça-se sobre a evolução dos balanços patrimoniais do Banco do Brasil (BB), do Itaú-Unibanco, da Caixa Econômica Federal (CEF), do Bradesco e do Santander – que, juntos, detêm 80% dos ativos do chamado *conglomerado bancário I*; ou seja, dos ativos de todos os bancos independentes e de todos os conglomerados financeiros integrados por bancos. A conclusão do autor reforça a importância de diferenciar os comportamentos dos bancos públicos e privados no Brasil. Com efeito,

a análise (...) revelou (...) a execução de diferentes estratégias de alocação de ativos e de captação de recursos realizada por essas instituições. Mostrou, ademais, o importante papel anticíclico desempenhado pelos bancos públicos, de um lado, e o comportamento tipicamente pró-cíclico dos grandes bancos privados, de outro.

No sexto capítulo do livro – denominado de *Fundos de investimentos no Brasil: institucionalidade e decisões de alocação de riqueza (2008-2014)* – Adriana Nunes Ferreira discute os fundos de investimento brasileiros, a partir de “três dimensões correlatas”; a saber: *i)* a “da institucionalidade dos fundos, o que envolve a compreensão de sua regulação, que define as modalidades de fundos existentes no Brasil”; *ii)* a da “evolução da composição da carteira de ativos destes agentes”; e, por fim, *iii)* “a da origem dos recursos geridos por estas instituições”. Com patrimônio líquido de cerca de 50% do produto interno bruto (PIB), ou quase R\$ 3 trilhões, o segmento é – tal como o setor bancário – altamente concentrado, com as dez maiores instituições gestoras respondendo por mais de 60% do total dos ativos dos fundos de investimento como um todo. Ademais, de acordo com Ferreira, “as estratégias dos gestores destes fundos (...) [mostraram-se] fortemente conservadoras, voltadas a resultados de curto prazo e com baixo risco, (...) [fenômeno esse] reforçado em momentos de exacerbação da preferência pela liquidez”.

Por fim, o sétimo e o oitavo capítulos deste volume, de autoria de Bruno de Conti, versam sobre os fundos de previdência complementar.

Com efeito, no sétimo capítulo – denominado de *Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos* –, de Conti analisa o setor de previdência complementar como um todo, cujas carteiras de ativos somadas ultrapassam o montante de 20% do PIB brasileiro, e dá especial atenção às *entidades fechadas de previdência complementar*, ou *fundos de pensão*, que representavam cerca de 63% do setor em 2014. Geridos por bancos comerciais, os fundos abertos são essencialmente uma *alternativa rentável de aplicação financeira* oferecida aos clientes desses bancos, que – por conta de benefícios tributários – os adquirem mesmo na *ausência de propósitos propriamente previdenciários*. Nos fundos fechados, “os participantes preveem o uso desses recursos apenas no momento de sua aposentadoria, e esse horizonte temporal permite – ou, ao menos, deveria permitir – aos administradores uma gestão menos preocupada com os resultados de curto prazo”.

Finalmente, no oitavo e último capítulo deste volume – denominado de *Previ, Petros e Funcef: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar (2003-2013)* –, de Conti centra a análise nos três maiores fundos de pensão brasileiros, cujas carteiras de ativos somadas representavam mais de R\$ 300 bilhões ao final de 2014, ou cerca de 45% do total das entidades fechadas de previdência complementar do país.

Claudio Hamilton Matos dos Santos
Coordenador de Políticas Macroeconômicas do Ipea

REFERÊNCIAS

- BERNANKE, B. The great moderation. *In: EASTERN ECONOMIC ASSOCIATION MEETING*. Washington: **Eastern Economic Association**, 2004.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *In: TAYLOR, J.; WOODFORD, M. (Orgs.) Handbook of Macroeconomics*. New York: Elsevier Science. 1999. v.1.
- BLANCHARD, O. **Rethinking macro policy II: first steps and early lessons**. Washington: IMF, 2013.
- CAGETTI, M. *et al.* The integrated macroeconomic accounts of the United States. *In: JORGENSON, J.; LANDEFELD, S.; SCHREYER, P. (Orgs.) Measuring economic sustainability and progress*. Chicago: University of Chicago Press, 2014.
- DE BONIS, R.; GIGLIOBIANCO, A. The origins of financial accounts in the United States and Italy: Copeland, Baffi and the institutions. *In: DE BONIS, R.; POZZOLO, A. (Eds.) The financial systems of industrial countries evidence from financial accounts*. Berlin; Heidelberg: Springer-Verlag, 2012.
- GODLEY, W.; LAVOIE, M. **Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth**. New York: Palgrave MacMillan, 2007.
- LUCAS, R. Macroeconomic priorities. **American Economic Review**, v. 93, n. 1, p. 1-14, 2003.
- MINSKY, H. **John Maynard Keynes**. 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.
- RIEFLER, W. Introduction. *In: COPELAND, M. (Ed.) A study of moneyflows in the United States*. New York: NBER, 1952.
- TOBIN, J. Money and the macroeconomic process. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 14, n. 2, p. 171-204, May, 1982.

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 ressarc 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

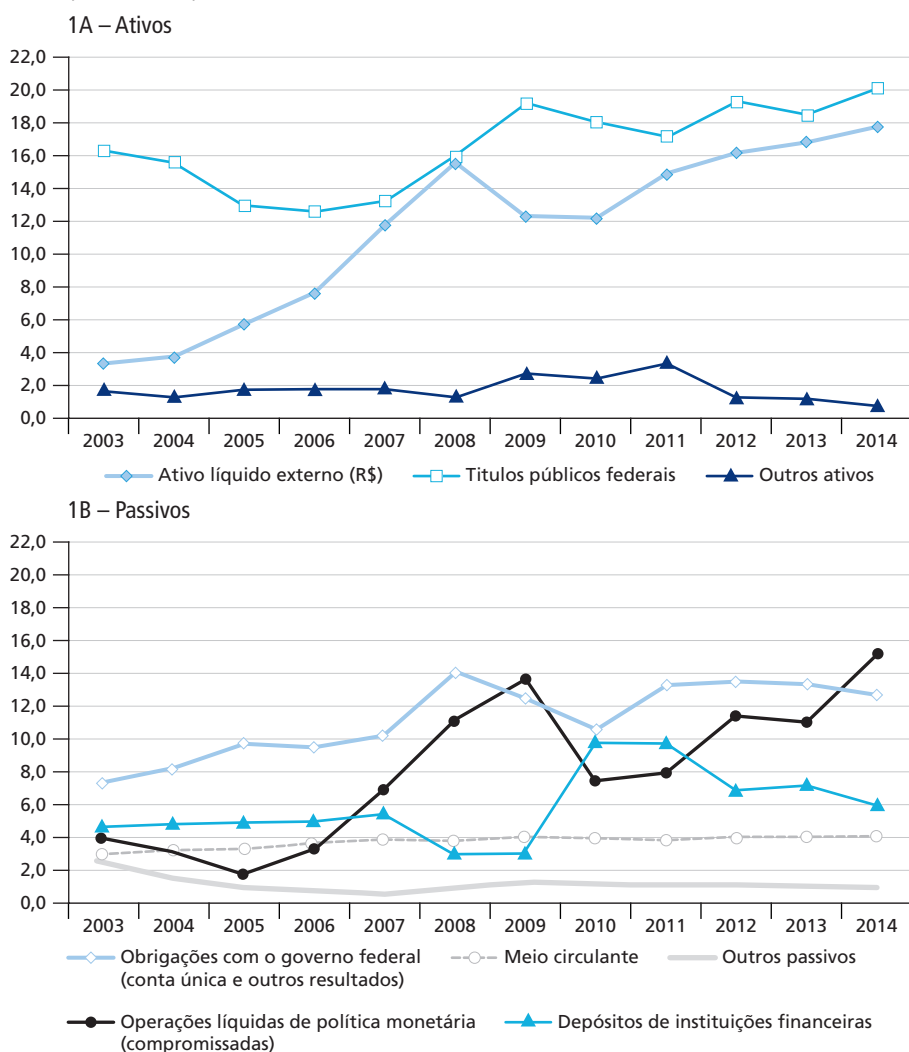
Fonte: BCB – Demonstrações Financeiras. Acesso em: 15 nov. 2015.

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)



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

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 empoçamento 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

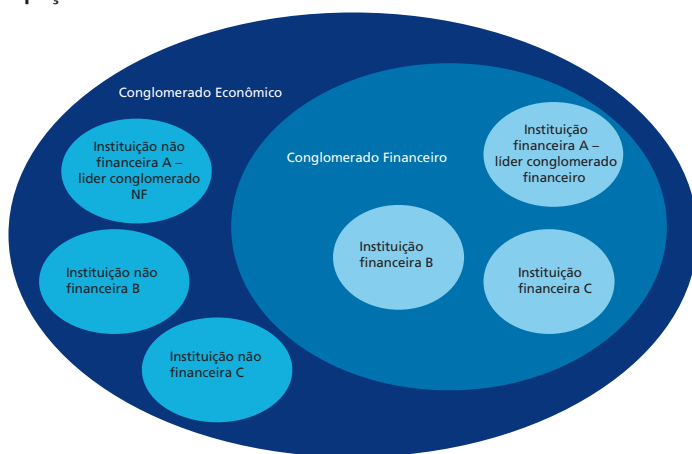
28. Instituído pela Circular nº 1.273, de 29 de dezembro de 1987.

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).

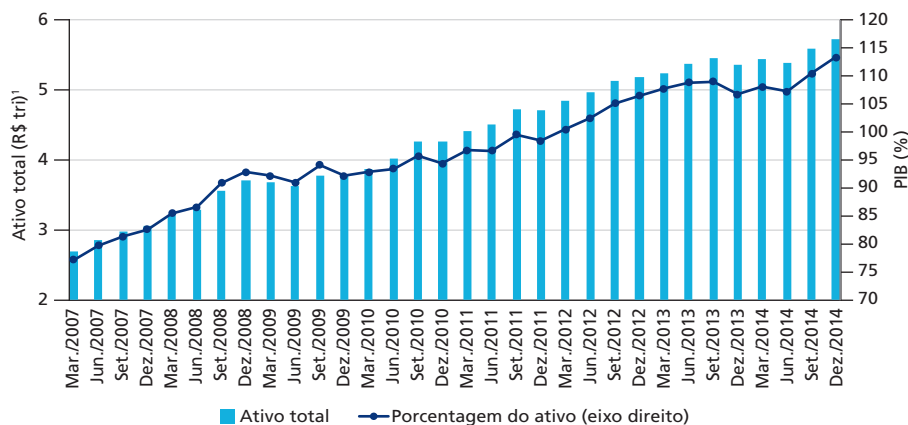
3.3 A evolução da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil

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

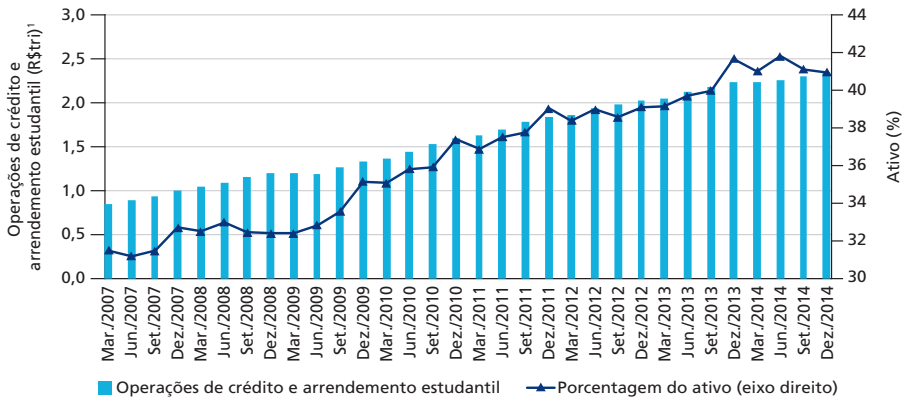
35. De acordo com o BCB, o consolidado bancário I diz respeito à somatória das posições contábeis das instituições bancárias do tipo instituições independentes I e conglomerado bancário I. As instituições independentes I são as instituições financeiras tipo banco comercial, banco múltiplo com carteira 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

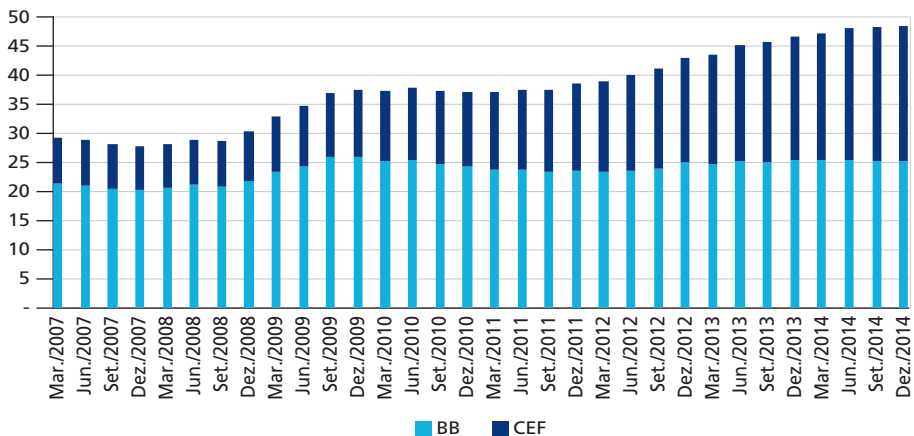
Operações de crédito e arrendamento mercantil – consolidado bancário I (2007-2014)



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

GRÁFICO 4

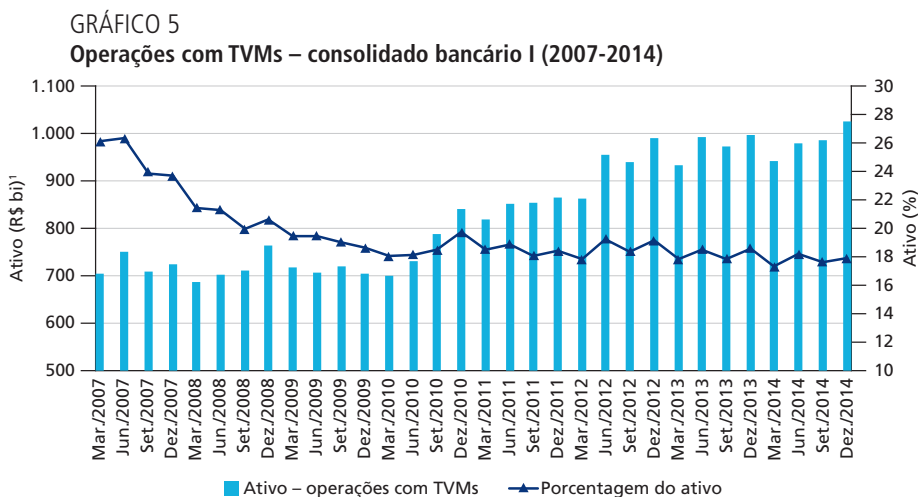
Operações de crédito e arrendamento mercantil: participação do Banco do Brasil e da CEF nas operações totais do sistema bancário – consolidado bancário I (2007-2014) (Em %)



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.

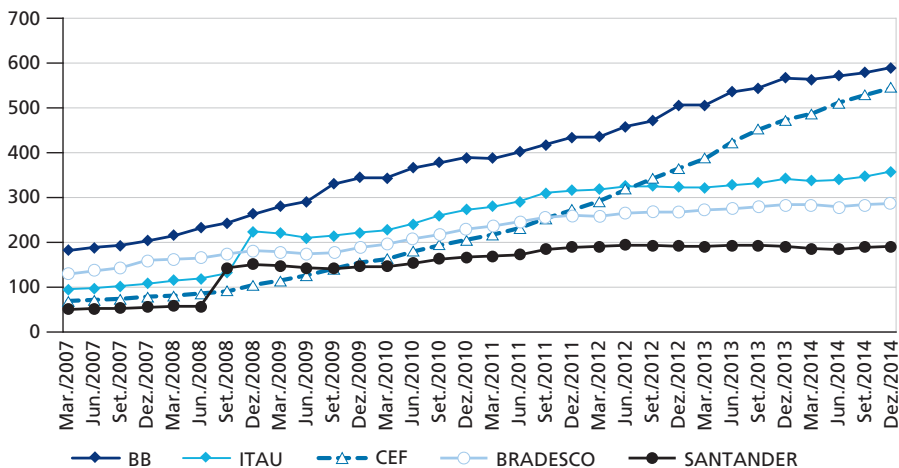
Nota: ¹ Valores de 2013.

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%).

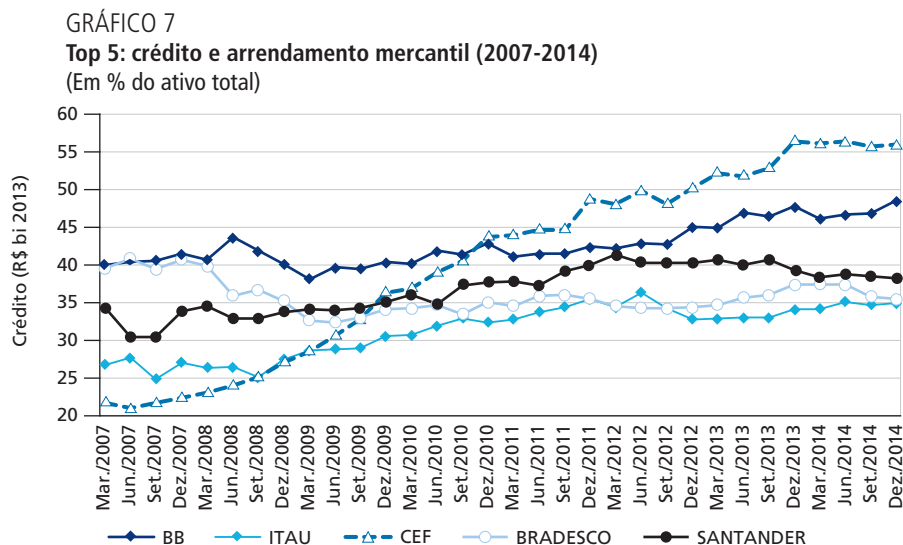
GRÁFICO 6
Top 5: crédito e arrendamento mercantil (2007-2014)
(Em R\$ bilhões)¹



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.

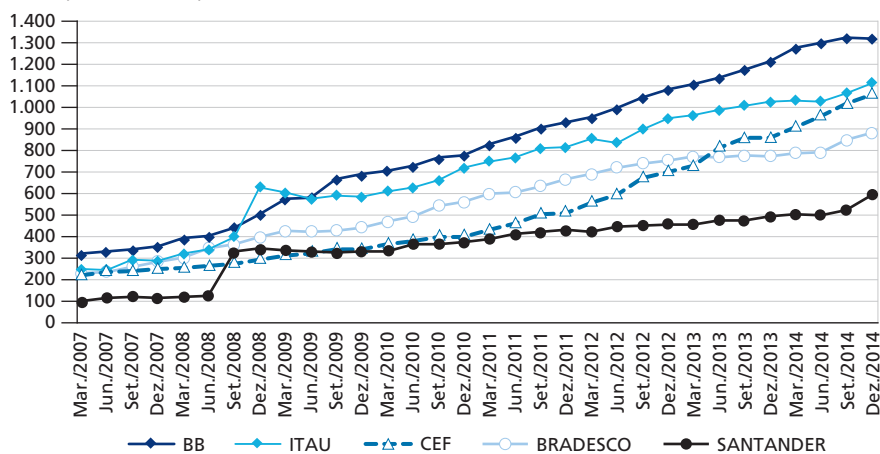
Essas transformações ocorridas na evolução e na composição da estrutura dos ativos do sistema bancário no Brasil foram acompanhadas de mudanças também importantes no que diz respeito à evolução e à composição dos passivos.

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)

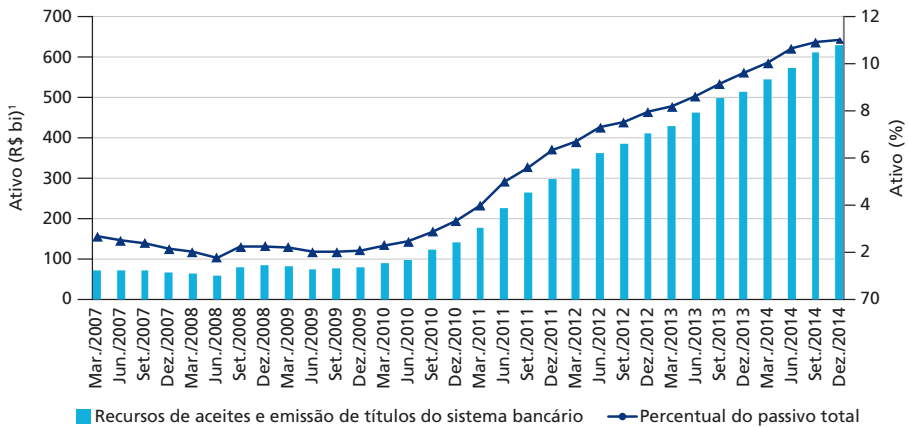
Período	Depósito à vista		Depósito de poupança		Depósito interfinanceiro		Depósito a prazo		Outros depósitos		Depósitos totais	
	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)	R\$ bi	Variação (%)
Jun./2011	202,9	(1,4)	436,1	6,8	51,7	5,4	952,1	14,0	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)



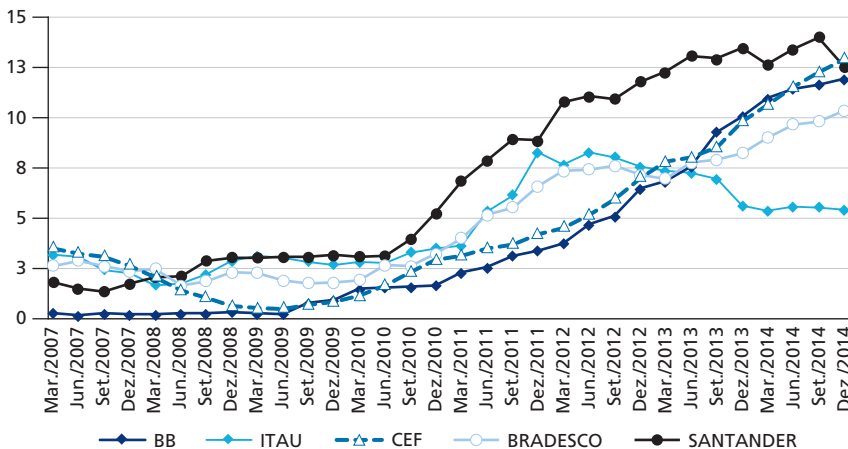
Fonte: BCB.

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).

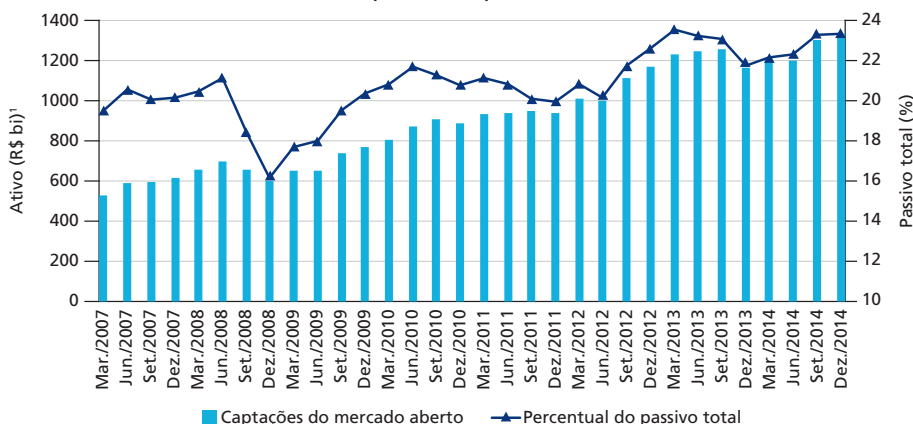
39. Além, evidentemente, das operações que já haviam sido contratadas no exterior.

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.

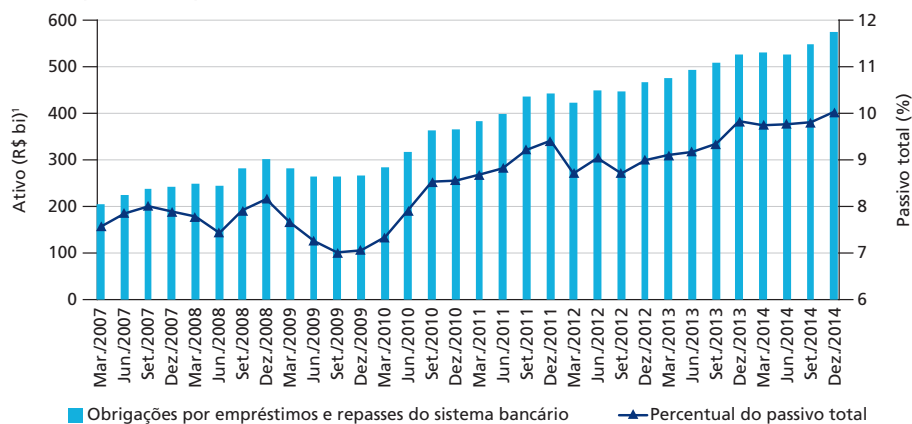
Nota: ¹ Valores de 2013.

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: † Valores de 2013.

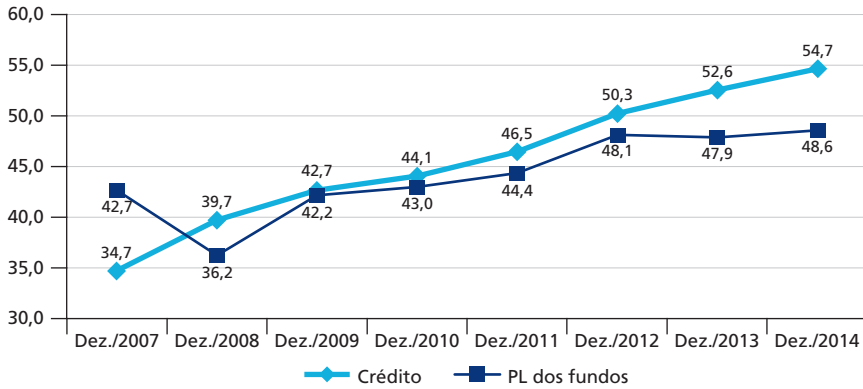
4 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

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

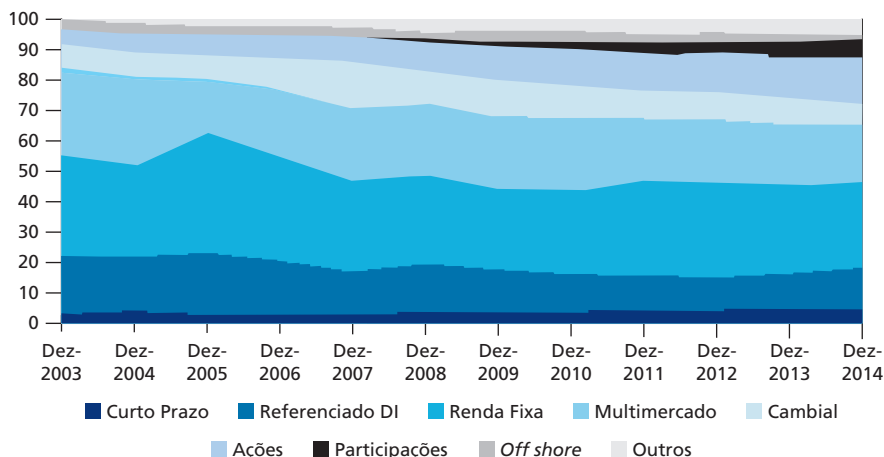
Ranking de gestores de fundos de investimento: total de ativos geridos e porcentagem do total de ativos do setor

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.

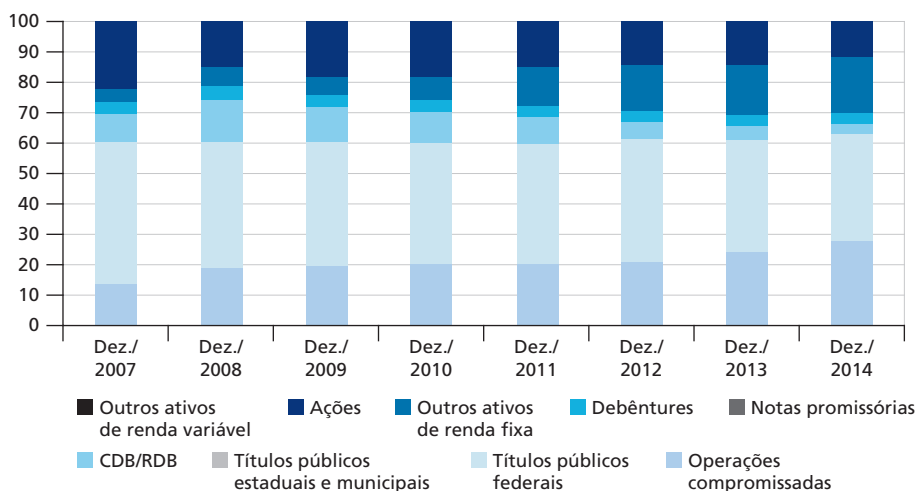
Outro recorte importante, na análise da evolução do portfólio dos fundos de investimento, é sua distribuição por *categoria de ativos*.

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

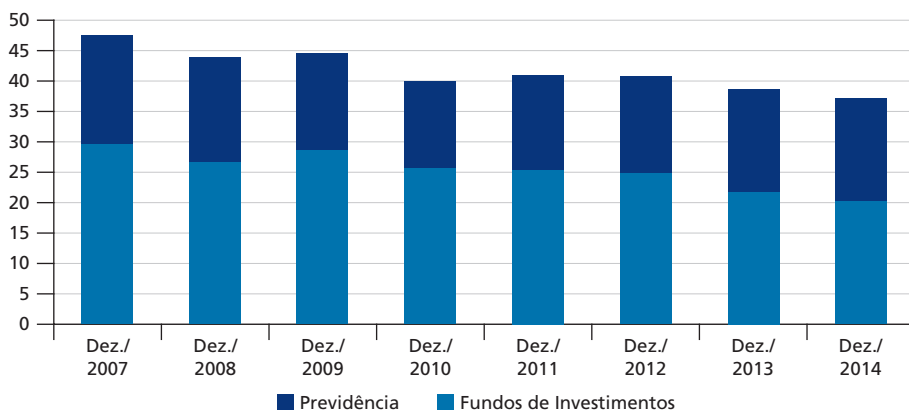
47. Importante notar que os fundos de investimento, no recorte *stricto sensu* (isto é, excluídos os fundos de previdência), somavam, em dezembro de 2013, apenas 9,1% do PL da categoria dos investidores institucionais. As entidades abertas de previdência complementar (EAPCs) são a categoria mais importante, 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.

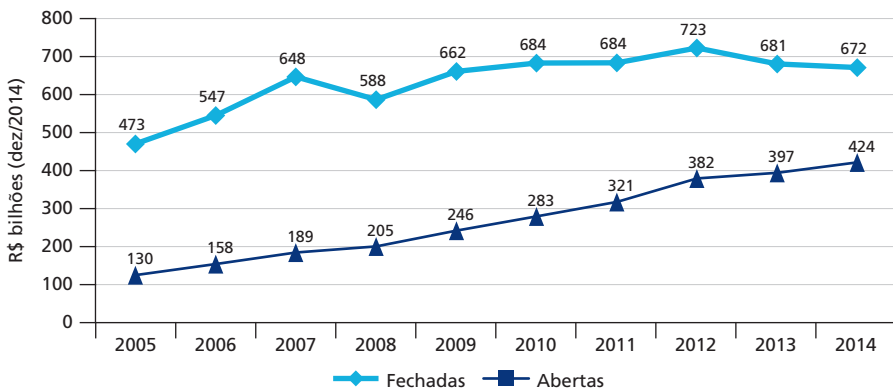
Além disso, a importância dos incentivos tributários na tomada de decisão de alocação da riqueza financeira ficou evidente, bem como a particularidade da regulação do setor no Brasil – muito estrita –, que contrasta sobremaneira com a observada em outros países.

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.

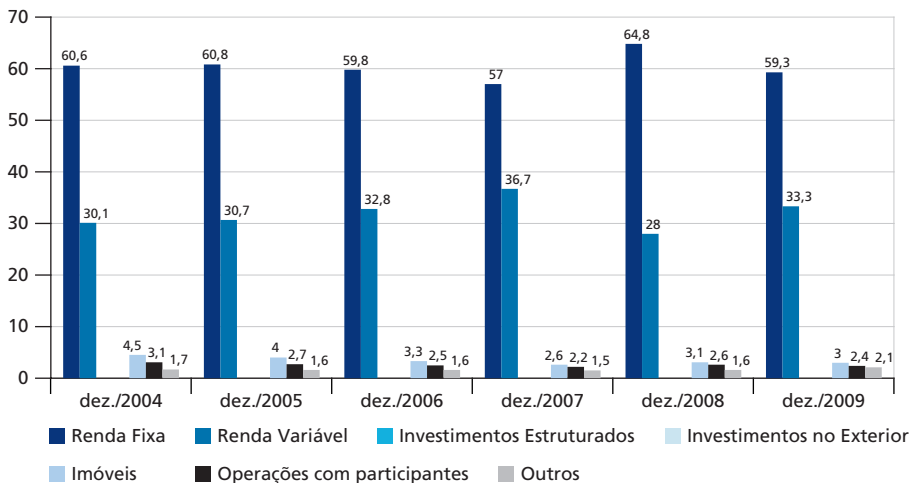
imobiliários das EFPCs somavam R\$ 31,5 bilhões. Por fim, convém mencionar que, a despeito de ainda não representarem um percentual significativo em relação ao total da carteira, muitos fundos têm declarado sua intenção de aumentar os investimentos no exterior.

GRÁFICO 18

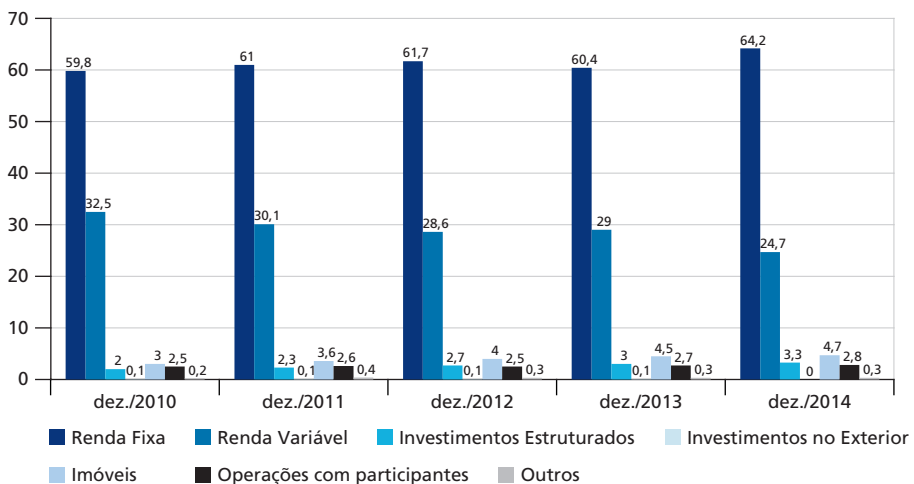
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar: carteira consolidada por tipo de aplicação

(Em % do total)

18A – Dezembro de 2004 a dezembro de 2009



18B – Dezembro de 2010 a dezembro de 2014

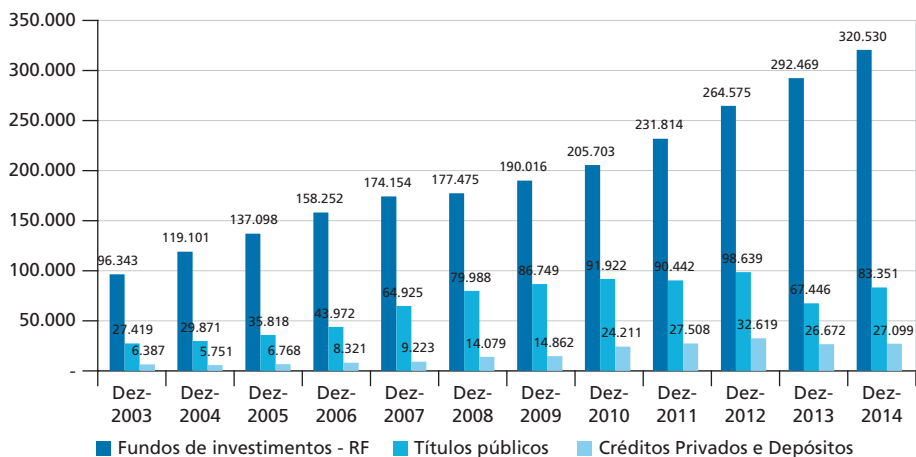


Fonte: Abrapp (2014).
Elaboração dos autores.

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.

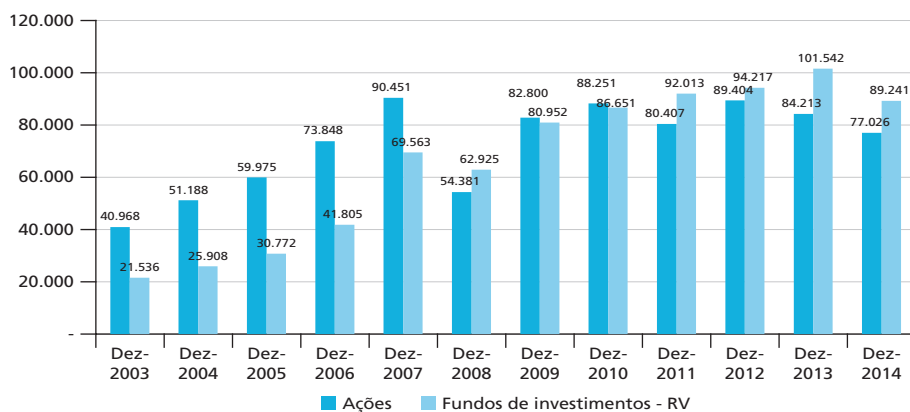
Os gráficos 19 e 20, analisados em conjunto, evidenciam um aspecto interessante: somadas as participações dos fundos de investimento em renda fixa e em renda variável, elas já tinham atingido, em 2014, 61,0% do total da carteira consolidada das EFPCs. A observação dos dados deixa nítida uma tendência 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.

DESVENDANDO A RIQUEZA FINANCEIRA: FLUXOS E ESTOQUES FINANCEIROS NO BRASIL

Antonio Carlos Macedo e Silva^{1,2}

1 INTRODUÇÃO

A partir de 2011, o estudo da riqueza financeira no Brasil passou a contar com três novos instrumentos, construídos pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em parceria com o Banco Central. As *contas financeiras* – parte das contas de acumulação – discriminam as variações, em um dado ano, de ativos e passivos *financeiros* dos setores institucionais em que se divide a economia nacional; descrevem os *fluxos* de aquisições e vendas líquidas, bem como os ganhos e as perdas de capital. As *contas de patrimônio* (financeiro) registram os *estoques* de ativos e passivos financeiros no final de cada ano. A *matriz de patrimônio financeiro* é um retrato mais detalhado desses estoques, revelando as partidas dobradas *horizontais* que enlaçam os setores institucionais como – *lato sensu* – *credores e devedores*.

Este texto tem três objetivos principais. O primeiro é mostrar como a riqueza financeira foi incorporada aos *sistemas de contas nacionais* recomendados pelas instituições multilaterais e, em particular, ao *sistema* em sua versão mais recente (2008).

O segundo é apresentar o histórico e o estado atual das chamadas *contas integradas* no Brasil, evidenciando tanto os – consideráveis – avanços, quanto as – significativas – limitações.

O terceiro é extrair dos dados disponíveis um retrato – inicial e parcial – da riqueza financeira no Brasil.

1. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). E-mail: <macedo@eco.unicamp.br>.

2. O autor agradece ao Ipea – em particular, a Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) –, pelo auxílio concedido no âmbito do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD). Agradece, ainda, a boa vontade de Carlos Bittencourt Sobral, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e Maurício Botelho Ribeiro, do Banco Central, na elucidação de várias dúvidas metodológicas, bem como os comentários, às várias versões deste texto, de Cláudio Hamilton Matos dos Santos, Marcos Antonio Macedo Cintra, Lucas Ferraz Vasconcelos, Adriana Nunes Ferreira, Bruno Martarello de Conti e Giuliano Contento de Oliveira.

Muito já se escreveu sobre esse último tema. Não faltam textos sobre o comportamento financeiro dos agentes econômicos, sobre os problemas do financiamento, bem como o tamanho e a natureza da dívida pública. Embora esteja no centro desses debates, a riqueza financeira permanece incógnita em seus aspectos mais básicos. Qual seu tamanho? Qual sua composição? Qual sua distribuição entre os agentes? Como se distinguem os portfólios financeiros dos principais agentes econômicos? Como estes se relacionam uns aos outros por intermédio de ativos e passivos?

Respostas iniciais e parciais a essas perguntas são propostas neste texto.³ Iniciais, de um lado, porque a publicação dos dados pelo IBGE e pelo Banco Central parece não ter repercutido, até aqui, na comunidade acadêmica. A breve apresentação dos dados feita pelo IBGE (2011) é talvez a única referência existente. Iniciais – e parciais –, de outro, porque a base de dados divulgada é há um tempo volumosa e lacunar. É impossível explorá-la toda em um único texto, mas também é impossível explorá-la a contento, devido a algumas limitações importantes. As séries são curtas: seis anos de dados para o patrimônio financeiro (2004-2009); cinco anos para os fluxos (2005-2009); a matriz só foi construída para o ano – atípico – de 2009. Os setores institucionais e os instrumentos financeiros são apresentados com grau de agregação elevado. Falta ainda uma informação crucial (o patrimônio não financeiro), o que impede o cálculo do patrimônio líquido dos setores institucionais e encurta o fôlego do trabalho de interpretação.

Em que pesem essas limitações, são cinco setores institucionais e sete categorias básicas de instrumentos financeiros. As operações ativas e passivas de cada setor – particularmente, as captadas pelos fluxos líquidos de aquisição e emissão de ativos e passivos – variam de forma significativa a cada ano, ao sabor das mudanças no ambiente e na percepção dos agentes. Acompanhar essas variações requereria mobilizar um conhecimento aprofundado dos setores institucionais e do comportamento dos vários mercados financeiros e da economia como um todo, no período. Em lugar disso, a opção deste texto foi a de tentar extrair dos números os principais fatos estilizados relativos aos estoques – menos voláteis do que os fluxos – de ativos e passivos financeiros. Embora números de todo o período sejam apresentados, a análise concentra-se, por razões que serão explicadas adiante, em 2009.

Essa análise, espera-se, deixará claro o potencial desses instrumentos – cuja acuidade, no Brasil, deverá aumentar em breve –, contribuindo ao mesmo tempo para desvendar algumas das características da riqueza financeira em nosso país.

3. Para mais informações, ver IBGE (2011), para a primeira – talvez a única, até aqui – análise dos dados.

2 A RIQUEZA FINANCEIRA NOS SISTEMAS DE CONTAS NACIONAIS

Nos anos 1930 e 1940 do século XX, criaram-se várias metodologias que, desenvolvidas de forma mais ou menos isolada, tinham um único propósito: mensurar a riqueza das nações. Abriam-se, por assim dizer, várias vias para escalar a montanha. A cada uma correspondia um *design* e um elenco de obstáculos – nunca pequenos – à sua implementação. De cada trajeto, miravam-se panoramas distintos, no grau de detalhamento e nos aspectos da riqueza cujo estudo se pretendia privilegiar.

A via principal, por assim dizer, foi concebida por Keynes (1940) e, com seu estímulo (Nunes, 1998), ganhou forma mais madura no trabalho de Meade e Stone (1941). Naquele ano, Leontief publicava seu livro sobre *A estrutura da economia norte-americana, 1919-1929*, usando a matriz-insumo produto. Poucos anos depois, viria à luz o artigo pioneiro de Copeland sobre os *fluxos monetários* (Copeland, 1947).

A compatibilidade potencial dessas metodologias foi logo percebida. Sua integração efetiva, porém, só se realizaria, do ponto de vista conceitual, duas décadas depois. Sua implementação é um processo em curso, mesmo em países desenvolvidos.

A via principal é a que explora transações – e transferências – não financeiras entre agentes econômicos organizados em setores institucionais. Em *How to pay for the war*, Keynes (1940) aplicou, na descrição dos *fluxos* relativos aos setores institucionais (governo e setor privado), bem como à economia como um todo, o método das partidas dobradas – de uso difundido nas finanças privadas. Conectavam-se, assim, de forma mais detalhada – e desagregada – do que na *teoria geral*, os fluxos de despesa e renda, bem como o investimento e a poupança agregados. No texto de Meade e Stone (1941), porém, é possível encontrar, pela primeira vez, uma apresentação mais próxima da contabilidade social contemporânea (Nunes, 1998). Estão lá, claramente organizadas em tabelas, as familiares contas da produção, da apropriação e do uso da renda, de capital e do balanço de pagamentos. A conta da produção desdobra o fluxo anual de nova riqueza na venerável trindade: despesa, produto e renda.

Para os fins deste trabalho, interessa ressaltar as lacunas dessa metodologia em relação às transações financeiras. A identidade entre investimento e poupança agregados, desse ponto de vista, mais esconde do que revela. Nada diz sobre o modo como os dispêndios foram financiados. Ela é compatível com um mundo em que os investidores se autofinanciam, sem a necessidade de emitir passivos financeiros. É compatível também com a mais complexa institucionalidade financeira, na qual camadas sucessivas de intermediários financeiros ensinam a multiplicação de ativos e passivos. Somados separadamente, ativos – ou passivos – financeiros resultam, então, num valor que pode ser muito superior ao do produto bruto e

ao do estoque de capital fixo. Esse estoque de riqueza financeira, uma vez consolidado para toda a economia, é – se definido de forma estrita e numa economia fechada –⁴ igual a zero: o ativo de um agente é o passivo de outro. Nem por isso, é claro, sua mensuração e análise deixam de ser importantes.

A proposta de Copeland (1947, p. 32) tinha por objetivo corrigir essas lacunas, e de forma muito ambiciosa. O propósito de *rastrear fluxos monetários* – que depois passaram a ser referidos como fluxos *de fundos* – era o de

apreender, por um lado, o que sabemos sobre o produto nacional bruto e, por outro, o que sabemos sobre saldos monetários, dívida pública, crédito agrícola e ao consumidor, portfólios dos bancos e das companhias de seguros e das fontes e usos dos fundos das corporações (...). Objetiva-se um sistema completo de contabilidade nacional para as transações monetárias (Copeland, 1947, p. 32, tradução nossa).⁵

Tratava-se de dividir a economia em dez setores institucionais – onze, com o resto do mundo –⁶ e descrever, para cada um, de um lado, as receitas e as despesas totais envolvendo bens, serviços e transferências, realizadas durante o período contábil; de outro, os estoques de ativos e passivos financeiros no final do período contábil. Na ausência de ganhos ou perdas de capital, bem como de discrepâncias derivadas do uso de diferentes fontes de informação, fluxos de receitas superiores (inferiores) às despesas teriam contrapartida precisa em alguma combinação entre aumento (redução) no estoque de ativos financeiros e redução (aumento) nos passivos.⁷ O elevado número de setores permitiria um exame detalhado das finanças de vários setores financeiros e não financeiros.⁸

No mesmo ano de 1947, Stone concluiu um relatório, encomendado pela Liga das Nações, desenvolvendo seu trabalho com Meade. Nesse trabalho, Stone (1947) deu origem ao primeiro Sistema de Contas Nacionais (SCN) da Organização das Nações Unidas (ONU) (UN, 1953), ainda sem contemplar as contribuições de Leontief e Copeland. Segundo Nunes (1998), a integração das outras abordagens foi descartada em função do objetivo de oferecer, sem maiores delongas, uma proposta relativamente simples aos países-membros – e, portanto, ao alcance de grande número deles.

4. Como veremos, o ouro monetário é, para fins das contas nacionais, incluído entre os ativos financeiros.

5. “*tie together what we know on the one hand about gross national product and what we know on the other hand about cash balances, government debt, consumer and farm credit, bank and insurance company portfolios, and the financial sources and uses of funds of industrial corporations (...). The aim has been a full-fledged system of national bookkeeping for money-payment transactions*”.

6. Segundo Copeland (1952), famílias; corporações não financeiras; produtores agrícolas; outras empresas privadas não financeiras; governo federal; governos estaduais e municipais; sistema bancário – incluindo fundos monetários; seguradoras de vida; outras seguradoras; e outras empresas financeiras (corretoras, imobiliárias etc.).

7. Uma explicação clara e sucinta dos fluxos de fundos pode ser encontrada em Ritter (1963).

8. Nesses trabalhos de Copeland, o Federal Reserve (Fed) aparece consolidado com os bancos comerciais e as instituições de poupança. Entretanto, já na primeira edição dos *Flows of funds* (Fed, 1953), são apresentados – para o período 1938-1953 – tanto os números consolidados, como os dados de vários subsetores, entre os quais os balanços do Fed e dos *fundos monetários* do Tesouro – proprietário do ouro monetário.

Independentemente da chancela multilateral, os esforços baseados nas outras duas metodologias prosseguiram, tendo sido acompanhados por Stone e pela equipe responsável por aprimorar o SCN. Tanto é assim que, após duas revisões menores, a ONU publicou, em 1968, uma nova versão do sistema, que incorporava, com detalhamento decrescente, a análise de insumo-produto, os fluxos de fundos e as contas de patrimônio (UN, 1968).⁹ Segundo a versão subsequente (a de 1993, já assinada por um *pool* de instituições pluri ou multilaterais), a integração havia se tornado possível – e necessária, para evitar a multiplicação de procedimentos idiossincráticos – devido aos avanços obtidos por vários países: “Alguns países elaboraram contas de insumo-produto, outros elaboraram contas de fluxos de fundos e poucos avançaram na direção dos balanços”¹⁰

Por razões que aqui não cabe explorar, considera-se que a mais inovadora versão do SCN tenha sido a de 1993 (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 1993; 2009, p. 1), apenas aprimorada na versão atual (de 2008). No SCN 1993 (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 1993), uma das opções de construção das contas aventadas no SCN 1968 (Nunes, 1998) veio ao primeiro plano: as “contas econômicas *integradas*”, no sentido de que “todas as consequências de uma única ação de um agente são necessariamente refletidas nas contas de resultado, incluindo o impacto da mensuração da riqueza capturada pelos balanços”.¹¹

O SCN passou a enfatizar a prática da chamada contabilidade de entrada quádrupla. A consistência das contas integradas exige, noutros termos, que, para cada transação, sejam computadas não apenas as variações idênticas nas colunas de usos e fundos de um agente – ou setor – qualquer,¹² como também as variações nas mesmas colunas do agente – ou setor – com o qual se fez a transação.¹³ Mais que isso, a realização de uma transação gera uma sucessão de registros, em diferentes contas, culminando com as possíveis implicações para o balanço e o patrimônio líquido de ambas as partes (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 2009, p. 49-50), após passar pelos fluxos – *de fundos* – associados à acumulação de ativos e passivos financeiros.

9. “O Sistema de Contas Nacionais (SCN) de 1968 pode ser resumido como o resultado final entre os pontos de vista de Copeland (vários setores, fluxos de caixa) e os primeiros contadores nacionais (poucos setores, rendimentos acumulados)” (“*The 1968 System of National Accounts (SNA) can be epitomized as the final compromise between the views of Copeland (several sectors, cash flows) and those of early national accountants (few sectors, accrued income)*”) (Massaro, 2011, p. 108, tradução nossa).

10. “*Many countries prepared input-output accounts, some prepared flow-of-funds accounts, and a few had moved in the direction of balance-sheets*” (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 1993, p. 40, tradução nossa).

11. “*(...) all the consequences of a single action by one agent are necessarily reflected in the resulting accounts, including the impact on measurement of wealth captured in the balance sheets*” (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 2009, p. 1, tradução nossa).

12. Como no caso das partidas dobradas tradicionais, às vezes referidas como entradas *verticais*, por dizerem respeito a um único agente ou setor.

13. O que corresponde à noção de partidas dobradas *horizontais*.

As contas integradas – tidas como a espinha dorsal do SCN – compreendem, então, uma sequência de contas interligadas, descrevendo, do ponto de vista dos fluxos, a fonte (recursos) e os usos das transações correntes e, do ponto de vista dos estoques, os passivos e os ativos, financeiros e não financeiros, no final de cada período contábil. São contabilizados os fluxos e os estoques de cada setor institucional – inclusive, o resto do mundo – e da economia como um todo. A sequência – que aparece de forma simplificada no quadro 1 – começa nas contas-correntes, que dizem respeito à produção e à renda (geração, alocação da renda primária, distribuição secundária da renda e, finalmente, uso), passa às contas de acumulação e conclui nas de patrimônio. A coluna central indica o saldo residual de cada conta, quando se trata de um setor institucional qualquer, enquanto a última coluna traz o equivalente para a economia em geral.

Na *conta de produção*, o valor da produção é um *recurso* com dois *usos* possíveis: consumo intermediário ou geração de valor adicionado. Em cada setor, o valor da produção é subtraído do consumo intermediário, resultando no respectivo valor adicionado; o resultado agregado é o produto interno (bruto ou líquido).

O valor adicionado (setorial e agregado) é *transportado para a conta de geração de renda*, agora como recurso. A conta mostra então o uso, por parte dos vários setores institucionais, do valor por eles adicionado, para remunerar empregados e pagar impostos (líquidos de subsídios) sobre produção e importação. O resíduo é decomposto em excedente operacional e renda mista – auferida por autônomos.

Na *conta de alocação da renda primária*, o excedente operacional e a renda mista reaparecem, juntamente com os demais componentes do valor adicionado, como recursos. A conta explícita, pela primeira vez, as rendas de propriedade, compostas pelas rendas de investimento (juros, lucros distribuídos e retiradas) e pelas rendas derivadas de recursos naturais (terra e subsolo). Essas rendas são registradas como recursos, quando auferidas por um setor, e como usos, quando pagam por ele. Obtém-se, para cada setor, seu saldo de rendas primárias. Para a economia, resulta a renda nacional, que corresponde ao antigo conceito de produto nacional (igual ao produto interno na ausência de remessas ou recebimentos líquidos ao exterior).

A próxima conta – de *distribuição secundária da renda* – é construída de forma a gerar, como resíduo, a renda disponível (de cada setor e nacional). Para isso, soma-se a cada saldo de rendas primárias o valor líquido das transferências correntes ocorridas (impostos sobre renda e riqueza, contribuições e benefícios sociais etc.).

Na última das contas-correntes, de *uso da renda*, a renda disponível aparece como um recurso que pode ser destinado a dois usos: consumo final ou poupança, a qual aparece como resíduo.

Passa-se às *contas de acumulação*, compostas pelas subcontas de capital e financeira. A poupança, na *conta de capital*, entra como recurso, juntamente com as transferências líquidas de capital recebidas. Ambas determinam variações equivalentes no patrimônio líquido dos setores – sujeito, ainda, às “outras variações” nas contas de ativos, referidas adiante. No lado dos usos, aparece a formação de capital, que, em essência, se esgota em ativos produzidos: ativos fixos – incluindo edifícios e outras estruturas – e estoques – além de valores, como metais e pedras preciosas.¹⁴

Aqui se introduz, finalmente, o conceito crucial para a integração das operações financeiras às contas nacionais: o saldo financeiro líquido – ou acumulação líquida de ativos financeiros –, que corresponde ao excesso da poupança de cada setor sobre seu dispêndio em investimento. Na terminologia do SCN, há *net financial borrowing*, quando a poupança é inferior ao investimento, e *net financial lending*, no caso oposto. Na terminologia do IBGE, fala-se em, respectivamente, necessidade ou capacidade líquidas *de financiamento*. Quando, por exemplo, o investimento das empresas não financeiras supera os lucros retidos, a necessidade líquida de financiamento não precisa ser atendida literalmente pela tomada de empréstimos (*lending*), podendo as empresas recorrer tanto à emissão de ações quanto à venda de ativos.

Resulta daí uma das identidades contábeis mais úteis e, simultaneamente, menos empregadas – ao menos até a eclosão da crise financeira de 2008 a 2009 – pelos economistas.¹⁵ Se considerarmos apenas três setores institucionais, como famílias, empresas privadas e governo, além do setor externo, teremos que

$$(S_F - I_F) + (S_E - I_E) + (S_G - I_G) + (M - X) \equiv SF_F + SF_E + SF_G - STC \equiv 0,$$

em que $(M-X)$ representa a soma de saldo comercial do resto do mundo, rendas líquidas de propriedade recebidas da economia nominal e transferências líquidas recebidas; significa, em outros termos, o valor simétrico do saldo em conta-corrente (STC) da economia nacional, ou a chamada *poupança externa*.

14. Mas há também os investimentos em ativos não financeiros não produzidos, como transações que dizem respeito a recursos naturais, *goodwill* e ativos de *marketing*.

15. Ver, por exemplo, Godley (1999).

QUADRO 1
Contas integradas

Conta	Saldo	Principais agregados
Contas-correntes		
Conta de produção	Valor adicionado	Produto interno bruto (PIB)
Distribuição e uso da renda		
Distribuição primária		
Geração da renda	Excedente operacional/renda mista	
Alocação da renda primária	Saldo das rendas primárias	Renda nacional
Distribuição secundária da renda	Renda disponível	Renda disponível nacional
Uso da renda	Poupança	Poupança nacional
Contas de acumulação		
Conta de capital	Capacidade/necessidade líquida de financiamento	
Conta financeira		
Outras variações nas contas de ativos	Variações no patrimônio líquido respectivas	
Variações no volume		
Conta de revalorização		
Conta de patrimônio (financeiro e não financeiro)		
No início do ano	Patrimônio líquido	Riqueza nacional
Variações em ativos e passivos	Variações no patrimônio líquido	
No final do ano	Patrimônio líquido	Riqueza nacional

Fonte: European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank (2009).

A soma dos saldos financeiros líquidos (SF) das famílias (F), das empresas (E), do governo (G) e do resto do mundo é, necessariamente, igual a zero. Vale dizer, a um setor institucional deficitário – e emissor de passivos financeiros –, necessariamente corresponde um setor superavitário – e comprador de ativos financeiros.

Setores sistematicamente superavitários ou deficitários tendem a se tornar, respectivamente, *credores* ou *devedores líquidos*, o que poderá ter implicações sobre a robustez (ou fragilidade) financeira de seus portfólios (Minsky, 1986).

A análise dessas implicações requer cautela.¹⁶ *Crédito e dívida* são, mais uma vez, entendidos em sentido lato. A diferença entre os totais de ativos financeiros e passivos financeiros, como definidos no SCN, resulta na noção de *patrimônio líquido financeiro* (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 2009, p. 454; Lequiller e Blade, 2006, p. 211).

16. Convém descartar, desde logo, a interpretação segundo a qual o saldo financeiro de cada setor é uma medida de sua contribuição à demanda efetiva: saldo financeiro nulo não implica contribuição nula. O aumento simultâneo de investimento e poupança em um setor qualquer contribui positivamente para o aumento do produto.

Saldos financeiros acarretam – se desconsiderados ganhos/perdas de capital¹⁷ variações idênticas no patrimônio líquido financeiro. Este pode ser entendido como uma expressão do valor *absoluto* das obrigações – inclusive ações – financeiras líquidas. Há aqui dois pontos importantes. Em primeiro lugar, o significado do patrimônio líquido financeiro torna-se muito mais claro quando seu valor é comparado ao do capital próprio (que é o patrimônio líquido propriamente dito) do setor considerado. Em segundo lugar, é necessário atentar para a natureza muito diferenciada dessas obrigações financeiras.

A definição estrita do patrimônio líquido inclui os ativos não financeiros; ademais, seu cálculo deduz do valor dos ativos totais somente o capital de terceiros (passivos *exigíveis*). Neste, estão contidos os empréstimos, mas não as contribuições que engrossam o capital próprio (ações, cotadas ou não, e outras participações) e que representam – ao menos em parte – direitos não resgatáveis sobre o capital da empresa e cuja remuneração não é estabelecida na forma de um contrato de dívida (quadro 2).¹⁸

Para ilustrar o primeiro ponto, pode-se tomar uma família cujo investimento residencial positivo seja equivalente à sua poupança. O patrimônio líquido financeiro permanece constante, ao passo que o patrimônio líquido aumenta – sempre abstraindo a possibilidade de ganhos/perdas de capital – no valor da poupança. Já um excesso de investimento sobre poupança reduz *pro tanto* seu patrimônio líquido financeiro. Tal como antes, a poupança, se positiva, aumenta *pro tanto* o patrimônio líquido – sendo o excesso de investimento sobre poupança compensado pelo aumento do passivo financeiro. O efeito sobre a fragilidade financeira, se aferida pela alavancagem, medida pela razão entre ativos totais (ou, alternativamente, capital de terceiros) e patrimônio líquido (capital próprio), não pode ser determinado *a priori* – pois depende da taxa de variação de cada variável.

O segundo ponto, é claro, aplica-se apenas a firmas. Excessos de investimento sobre poupança reduzem *pro tanto* o patrimônio líquido financeiro. Porém, se financiados pela emissão de ações, aumentam *pro tanto* o patrimônio líquido propriamente dito. Nesse caso, o aumento *total* do patrimônio líquido propriamente dito é *equivalente à soma de lucros retidos* (vale dizer, poupança da firma) e emissão de ações.

17. Neste texto, a expressão ganhos/perdas de capital equivale às *outras variações nas contas de ativos*, que resultam da soma de dois itens do SCN: revalorizações e outras variações de volume – como se verá adiante.

18. Na análise de situações concretas, é conveniente levar em consideração a existência de ações preferenciais – que podem ser resgatáveis – e a prioridade concedida ao *shareholder value*, que talvez contribuam para reduzir, em algum grau, as diferenças entre passivos exigíveis e não exigíveis – ao mesmo tempo em que a chamada financeirização parece implicar também a redução da emissão líquida de ações, como mecanismo de financiamento das empresas. Ver, por exemplo, Epstein (2005).

Pode-se agora voltar à descrição das contas integradas. Os saldos financeiros líquidos são transportados para a *conta financeira* como recursos. Representam a proverbial ponta do *iceberg*. Apenas significam que, no caso de – por exemplo – *capacidade líquida de financiamento*, terá havido, na comparação entre dois pontos no tempo, um acréscimo líquido no total de ativos financeiros – ou um decréscimo nos passivos. A informação, embora relevante, é parcial.

QUADRO 2

Patrimônio líquido e patrimônio líquido financeiro

Ativo	Passivo
A. Ativos financeiros	C. Passivo exigível (títulos, empréstimos e outros débitos)
B. Ativos não financeiros	D. Patrimônio líquido
	d1. Ações e outras participações
	d2. Patrimônio líquido financeiro
	d3. Resíduo
Patrimônio líquido propriamente dito: $A + B - C = D$ Patrimônio líquido financeiro: $A - (C + d1) = d2$	

Elaboração do autor.

Após o registro do saldo financeiro líquido, a conta financeira descreve circunstanciadamente a *aquisição* – isto é, emissão – *líquida dos vários tipos de passivos, contraposta, nas colunas dedicadas aos usos, às aquisições líquidas dos vários tipos de ativos. Um setor no qual poupança e investimento tenham se igualado pode ter realizado, no mesmo período, diversificadas e volumosas transações de natureza financeira. Pode ter emitido passivos financeiros para adquirir ativos financeiros adicionais ou para substituir outros passivos; pode ter liquidado ativos, trocando-os por outros ou redimindo passivos. Portanto, mesmo na ausência de saldos financeiros líquidos, outras operações financeiras podem alterar substancialmente a composição do portfólio.*

Ademais, a descrição circunstanciada das operações financeiras *líquidas* de um setor não é de forma alguma uma *proxy* da totalidade de suas operações financeiras em um período. Um setor pode ter realizado numerosas operações de aquisição e venda de ações; se equivalentes, a *aquisição líquida dessa categoria de ativo será nula – ainda que a composição do portfólio de ações possa ter mudado de forma significativa*); da mesma forma, um setor pode terminar o ano sem alterações no valor dos empréstimos contraídos, tendo tomado – e honrado – múltiplos empréstimos de curto prazo.

De fato, os *fluxos líquidos* que constam da conta financeira são obtidos por resíduo. Se, do ponto de vista lógico, parece apropriado apresentar as contas financeiras antes das contas de patrimônio, do ponto de vista prático, a construção das contas segue o caminho oposto. A informação que os serviços estatísticos podem coletar é a que provém dos balanços dos setores, no início e no final do período. Feito isso, estimam-se os ganhos e as perdas de capital. Assim, torna-se possível calcular:

Fluxos líquidos = estoque final – estoque inicial – ganhos (perdas) de capital.

Somando-se os fluxos líquidos para todos os instrumentos financeiros, obtém-se, é claro, o valor da capacidade/necessidade de financiamento.

Completando as contas de acumulação, em primeiro lugar, a conta de *outras variações* discrimina variações no volume de ativos devido a fatores como catástrofes naturais, descobertas de jazidas, desapropriações, denúncias de contratos etc.; em segundo lugar, na conta de revalorização, inscrevem-se ganhos e perdas de capitais em razão de variações nominais no valor dos instrumentos – inclusive, as resultantes de variações cambiais.

É conveniente deixar claro que, na confecção da conta financeira, são agregadas as operações financeiras realizadas entre um setor e todos os demais. Os dados finais mostrarão, por exemplo, que as famílias adquiriram, ao longo do ano contábil, liquidamente, certo valor em ações. Não será possível, porém, discriminar as parcelas relativas a ações das empresas financeiras ou das empresas não financeiras. Para tal, é necessário elaborar uma tabela – ou, mais precisamente, uma matriz – dita *whom-to-whom*.¹⁹

Resta dizer uma última palavra sobre a definição e a classificação de ativos e passivos financeiros. Numa definição estrita, um passivo financeiro é um contrato emitido quando um agente necessita mobilizar – em geral, por um período finito e sob condições de remuneração estabelecidas de forma precisa – recursos de terceiros, para os quais, obviamente, a obrigação contraída pelo devedor representa um ativo. A definição do SCN, mais ampla, inclui, além das ações, um ativo para o qual essa contrapartida inexistente: o ouro monetário, propriedade das autoridades monetárias.

Os ativos financeiros são classificados pelo SCN em categorias que refletem, *grossa modo*, uma liquidez decrescente: ouro monetário e direitos especiais de saque; moeda e depósitos – inclusive, posições interbancárias, depósitos de poupança e a prazo fixo, bem como operações compromissadas, quando relativas a passivos de instituições receptoras de depósitos e incluídas nas medidas nacionais dos agregados monetários; títulos de dívida; empréstimos – não negociáveis, com possível reclassificação como títulos dos empréstimos que se tornam negociáveis; ações e quotas em fundos de investimento – divididos em *money market funds* e outros fundos; seguros e direitos previdenciários; derivativos financeiros; e outras contas a receber/pagar (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 2009, cap. 11).²⁰

19. Cujas construção consta da recomendação 15 da *data gap initiative* do G20 (Shrestha e Mink, 2011, p. 3).

20. Segundo European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank (2009, p. 382), esse item contém, em essência, *accrual adjustments* (ajustes pelo regime contábil de competência). Registra, de um lado, operações de crédito comercial, quando *bens e serviços foram entregues, mas o pagamento não foi ainda recebido* e adiantamentos (*advances*) relativos ao pagamento de bens em processamento (*work-in-progress*). O item inclui também o valor de impostos, dividendos, aluguéis, salários e contribuições sociais a pagar ou receber (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 2009, p. 68).

3 AS CONTAS INTEGRADAS E AS CONTAS FINANCEIRAS NO BRASIL

Em 1997, o IBGE passou a divulgar as contas nacionais brasileiras com base no SCN 1993. Em 2007 (IBGE, 2007), lançou a série do SCN Referência 2000,²¹ incorporando uma série de aprimoramentos metodológicos. Segundo as informações disponíveis quando da redação deste texto, deverá publicar, no início de 2015, a série SCN Referência 2010, já nos moldes do SCN 2008;²² as séries deverão se estender, inicialmente, até 2012, devendo a retroposição – que inclui as séries trimestrais – cobrir o período 1995-2009 – último ano para o qual foram publicadas as contas anuais.

Particularmente – mas não só –, no caso de países em desenvolvimento, a adoção dos procedimentos contábeis recomendados pelas instituições multilaterais é feita de modo paulatino. O Brasil não é uma exceção. A “espinha dorsal” das nossas contas nacionais (as contas integradas) é uma obra inacabada, e assim continuará no futuro previsível. Isso diz respeito, em primeiro lugar, à ausência de partes e, em segundo lugar, ao grau de agregação das partes já existentes.

A partir de 2003, as contas nacionais trimestrais passaram a incluir os números da conta financeira *consolidada*, contendo as *variações* de ativos e passivos *da economia como um todo* (Feijó *et al.*, 2013, p. 228). Somente em 2011, porém, uma iniciativa conjunta do IBGE e do Banco Central (IBGE, 2011) daria à luz as contas financeiras anuais e as contas de patrimônio dos setores institucionais, relativas ao período 2004-2009.²³ O conjunto de planilhas inclui, ainda, uma matriz de patrimônio financeiro, mas apenas para 2009.²⁴

A divulgação da conta financeira conclui, *de certa forma*, a conta de acumulação, ao passo que a divulgação da conta de patrimônio financeiro *dá início* à construção da conta de patrimônio. Convém explicar as qualificações.

Em primeiro lugar, o grau de agregação, no que tange aos setores institucionais, é ainda um pouco superior ao máximo recomendado pelo SCN:²⁵ nas *contas financeiras*,²⁶ estão agregadas as famílias e as instituições privadas sem fins de lucro a

21. Em outros termos, as contas passaram a ser elaboradas com base nos aprimoramentos introduzidos – de forma progressiva – a partir de 2000, com retroposição até 1995.

22. Conforme adverte o IBGE (2013, p. 3), não cabe falar em “mudança de base” – entendida como “atualização dos pesos das atividades econômicas adotados no cálculo do produto interno bruto [PIB] e de seus componentes a preços constantes de um determinado ano”, pois estes se incorporam a “uma nova classificação de atividades e/ou produtos, novas fontes de dados, novas recomendações metodológicas internacionais e os resultados de pesquisas realizadas”.

23. Para um relato circunstanciado das tentativas anteriores de contabilização dos fluxos de fundos no Brasil, ver Araújo (2001).

24. Tabelas disponíveis em: <<http://migre.me/tCMnN>>.

25. A desagregação *básica* recomendada pelo SCN divide a economia em cinco setores: empresas financeiras e não financeiras, famílias, governo e instituições privadas sem fins de lucro a serviço das famílias (ISFLSFs). Desagregações ulteriores são não só possíveis, como também recomendáveis – podendo discriminar subsetores ou indústrias.

26. As contas econômicas integradas brasileiras separam famílias e ISFLSFs somente até o cálculo da capacidade/necessidade financeira líquida.

serviço das famílias (ISFLSFs).²⁷ Em segundo lugar, persiste uma ausência notável: a da conta de patrimônio não financeiro, referida como um objetivo de médio prazo, com cronograma ainda indefinido (IBGE, 2013, p. 6).

Certamente mais relevante²⁸ do que a agregação de famílias e ISFLSFs é a agregação de todas as empresas financeiras. Seria crucial, no mínimo, destacar o Banco Central: sendo parte das instituições responsáveis pela definição de políticas públicas, esse banco opera segundo uma lógica que de forma alguma pode ser assimilada às das demais instituições financeiras. Seria desejável atingir algo próximo à “segunda rodada” de desagregação sugerida pelo SCN, separando as empresas financeiras “em nove subsetores, de acordo com sua atividade e a liquidez de seus passivos” (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 2009, p. 75, tradução nossa): Banco Central; outras instituições aceitadoras de depósitos; fundos de mercado monetário; outros fundos de investimento; outros intermediários financeiros, exceto seguradoras e fundos de pensão; auxiliares financeiros;²⁹ *captive financial institutions and money lenders*;³⁰ e seguradoras e fundos de pensão. No caso brasileiro, em particular, poderia ser conveniente destacar, ainda, instituições como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF).

27. Segundo IBGE (2014, p. 6-7), as estimativas dos resultados do setor financeiro baseiam-se em “estatísticas monetárias e financeiras, Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif), estatísticas do balanço de pagamentos, estatísticas da posição de investimento internacional e do Plano Geral de Contas do Banco Central (PGC) – todas do Banco Central”. Para o setor de seguros e os fundos de pensão, utilizam-se ainda os dados da Superintendência de Seguros Privados (Susep), da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), do Ministério da Previdência Social (MPS), e da Declaração de Informações Econômico-Fiscais da Pessoa Jurídica (DIPJ), do Ministério da Fazenda (MF). O governo geral, esfera federal, é coberto pelo seguinte conjunto de fontes: Balanço Geral da União (BGU) e do Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi) da Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério de Fazenda, além de levantamentos especiais de dados contábeis do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do fundo remanescente do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep). “As informações para as esferas estadual e municipal são obtidas nos balanços consolidados pela STN (consolidação das contas públicas)”. A DIPJ/MF responde pelos dados das empresas não financeiras. Como fontes complementares, empregam-se informações provenientes da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), do Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (Cetip) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Segundo entrevista realizada no IBGE, os números para as famílias e as ISFLSFs foram obtidos por contrapartida dos demais setores, mas já se obteve o acesso aos dados do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (IRPF) do Ministério da Fazenda.

28. Um indício disso está no fato de que o famoso boletim Z1 (*Financial accounts of the United States*, antes conhecido como *Flow of funds accounts of the United States*) também consolida, na maior parte de suas tabelas, as famílias e as ISFLSFs. As *integrated macroeconomic accounts* (IMAs) dos Estados Unidos, desenvolvidas em 2006, fazem o mesmo, além de separarem as empresas não financeiras em *corporate* e *non-corporate* e os governos em federal, de um lado, e estaduais e locais, de outro (Yamashita, 2013). Pode ser útil lembrar que o Z1 passou a publicar também as IMAs anuais.

29. “Auxiliares financeiros consistem em corporações financeiras que tenham como atividade principal as transações de ativos e passivos financeiros ou que forneçam serviços de regulação para essas operações, mas que não envolvam a aquisição de propriedade de ativos e passivos financeiros que estão sendo transacionados” (*Financial auxiliaries consist of financial corporations that are principally engaged in activities associated with transactions in financial assets and liabilities or with providing the regulatory context for these transactions but in circumstances that do not involve the auxiliary taking ownership of the financial assets and liabilities being transacted*) (European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank, 2009, p. 77, tradução nossa). Agências de supervisão, provedores de infraestrutura para mercados financeiros e corretores aparecem entre os exemplos.

30. Definidos como “*institutional units providing financial services, where most of either their assets or liabilities are not transacted on open financial markets*”, incluem instituições que operam estritamente como *holdings*, SPEs e unidades que emprestam somente seus próprios fundos.

A construção das bases de dados – ou mesmo a adequação das bases existentes aos critérios do SCN – não parece ser operação trivial. Basta ter em conta o caso dos Estados Unidos, onde o Federal Reserve (Fed) já produz, há décadas, estatísticas consideravelmente desagregadas. A despeito disso, as contas integradas do país são ainda apresentadas, no que se refere às empresas financeiras, com uma agregação semelhante à nossa. Segundo Cagetti *et al.* ([s.d.]), o próximo passo consistirá em explicitar três subsetores: Banco Central, seguradoras e fundos de pensão e outras empresas financeiras. Yamashita sublinha o interesse de proceder, posteriormente, a uma desagregação adicional,

separando as instituições que recebem depósitos das outras instituições financeiras, avançaria na compreensão dos papéis distintos que diferentes instituições financeiras podem desempenhar ao longo do ciclo de negócios (Yamashita, 2013, p. 26, tradução nossa).³¹

A indisponibilidade de dados sobre o patrimônio não financeiro dos setores institucionais significa que não é possível calcular o patrimônio líquido – bem como uma série de indicadores pertinentes ao estudo da liquidez e da alavancagem – dos setores institucionais. Mais uma vez, uma breve referência à situação das contas norte-americanas pode ser ilustrativa. Segundo Wasshausen (2011), as contas integradas trazem balanços de ativos não financeiros para todos os seis setores domésticos. Entretanto, o valor da terra não é tomado em conta em nenhum deles; em três setores (empresas financeiras, governo federal e governos subnacionais), não há dados julgados confiáveis para o valor dos imóveis – sendo utilizado, então, o valor das estruturas, juntamente com o valor de equipamentos e *softwares*. Esse autor chama atenção para um fenômeno que ressalta a importância dos balanços de ativos não financeiros: tanto para as famílias quanto para as corporações não financeiras, as flutuações no patrimônio líquido, de 2000 a 2009, responderam muito mais a variações na conta de revalorização, refletindo variações nos preços dos imóveis, do que a variações na formação bruta de capital fixo.

A classificação brasileira dos ativos financeiros (quadro 3) segue de perto a sugerida pelo SCN e, de fato, avança para além das categorias básicas, oferecendo alguma desagregação adicional, no caso das contas financeiras e da matriz de patrimônio financeiro³² – mas não para as contas de patrimônio. Algumas observações: os *outros depósitos* compreendem as contas de poupança e os depósitos a prazo; os títulos e os empréstimos são de curto prazo quando sua maturidade é inferior ou igual a um ano; as *outras participações* incluem as quotas em todos os tipos de

31. "Separating other financial institutions from depository institutions would advance our understanding of distinct roles that different financial institutions may play over the business cycle".

32. As rubricas do quadro 3 correspondem à apresentação das contas financeiras. A matriz de patrimônio financeiro, embora agregue todos os números relativos à rubrica reservas técnicas de seguros, discrimina títulos em moeda nacional e estrangeira, bem como empréstimos de curto e longo prazos; informações não disponíveis nas contas de patrimônio. Nas contas financeiras, o volume total de transações com títulos inclui os derivativos, enquanto a matriz considera os derivativos como uma categoria à parte.

fundos de investimento; em outros débitos/créditos, a rubrica *outros* é empregada para forçar o fechamento das contas acima e abaixo da linha, eliminando a eventual discrepância estatística.³³

É importante sublinhar a diferença entre os conceitos de agregação e consolidação. Tanto nas contas financeiras quanto nas de patrimônio, quando referentes a setores institucionais – mas não à economia como um todo –, os números são *agregados* – pois somam os valores concernentes às unidades institucionais cobertas –, mas *não consolidados*; por exemplo, o valor das ações de propriedade das empresas não financeiras inclui suas aplicações em ações emitidas por empresas financeiras, pelo resto do mundo e pelas próprias empresas não financeiras. A consolidação elimina, no cômputo dos valores agregados para cada setor institucional, ativos que correspondam a passivos emitidos por unidades do próprio setor.

A matriz de patrimônio financeiro, por fim, tem por objetivo explicitar as relações financeiras *entre os setores institucionais*. Apresenta, portanto, os dados *consolidados* de cada um dos setores. Assim, por exemplo, o valor do passivo em ações das empresas não financeiras que consta da matriz corresponde apenas ao valor das ações de empresas não financeiras detidas pelos demais setores institucionais (empresas financeiras, governo, famílias e resto do mundo). Como veremos na próxima subseção, a comparação entre os números da matriz e os números da conta financeira do mesmo ano permite reverter a consolidação e explicitar tanto as posições *intersectoriais* quanto as *intrasectoriais*.

QUADRO 3

Ativos financeiros discriminados nas contas financeiras brasileiras

Ouro e DES	Ações e outras participações
Numerário e depósitos	Ações cotadas
Numerário	Ações não cotadas e outras participações
Depósito transferível	Participações em fundos de investimento
Outros depósitos	Reservas técnicas de seguros
Títulos, exceto ações	Reservas de seguros de vida e de fundos de pensão
Curto prazo	Reservas para prêmios e sinistros
Longo prazo	Outros débitos/créditos
Derivativos financeiros	Créditos comerciais e adiantamentos
Empréstimos	Outros
Curto prazo	
Longo prazo	

Fonte: IBGE (2011).

33. Segundo European Commission, IMF, OECD, United Nations e World Bank (2009, p. 396), cabe às instituições estatísticas decidir se publicam a discrepância ou a alocam nos itens que, em sua opinião, contêm estimativas menos acuradas.

3.1 O que dizem as contas integradas sobre a riqueza financeira no Brasil?

Como alertou a introdução deste trabalho, as contas integradas brasileiras, em seu atual estado, são ao mesmo tempo eloquentes e lacônicas: o volume de informações disponíveis é significativo, mas lacunas importantes limitam seu aproveitamento.

A subseção 3.1.1 apresenta alguns dos fatos básicos relativos aos fluxos e estoques financeiros. A subseção 3.2 passa à *análise da matriz de patrimônio financeiro* de 2009, que permite descrever de forma detalhada os portfólios de cada setor e suas relações patrimoniais com os demais.

3.1.1 Fluxos e estoques financeiros: uma primeira aproximação

Na análise das contas financeiras, um ponto de partida natural é a série de saldos financeiros (capacidades/necessidades *líquidas* de financiamento). Com base nas Contas Nacionais referência 2000, a série está disponível para o período 2000-2009.

A tabela 1 traz os valores em reais correntes dos saldos financeiros. O gráfico 1 mostra os saldos normalizados pelo produto interno bruto (PIB) anual. Como já explicado, o saldo financeiro da economia nacional equivale ao saldo na conta de transações correntes.

O quadro brasileiro reproduz, até certo ponto, alguns fatos estilizados observados em outras economias (Barbosa Filho *et al.*, 2006). O conjunto famílias-ISFLSFs é ordinariamente superavitário, realizando acumulação líquida de ativos financeiros;³⁴ o governo é sistematicamente deficitário; as empresas não financeiras oscilam entre o vermelho e o negro;³⁵ as empresas financeiras tendem a ser superavitárias.

No curto período para o qual esses dados estão disponíveis, três fatos chamam atenção.

- 1) Durante os três primeiros anos de retomada do crescimento após a crise de 2003, o saldo financeiro das empresas não financeiras manteve-se em território positivo, somente em 2007, assumindo o comportamento normal – ao menos, na economia norte-americana –, em períodos de expansão (saldo negativo). *Grosso modo*, porém, é possível afirmar que os números acompanham a série de formação bruta de capital fixo do setor como razão do PIB: a queda desta última, entre 2001 e 2003, coincide com o aumento do saldo; sua recuperação, mais marcada em 2007 e 2008, tem coincidência com a redução do saldo (Dos Santos *et al.*, 2014).

34. Entretanto, seus saldos financeiros chegaram em 2009 a 0,1% do PIB, aproximando-se da linha que as famílias norte-americanas só cruzaram nos anos 1990, no bojo da bolha *dot.com*.

35. Nos Estados Unidos, esse é o caso das corporações não financeiras, enquanto as demais firmas não financeiras são sistematicamente deficitárias.

- 2) Mais que a persistência, o tamanho do saldo financeiro positivo das empresas financeiras (3,0% do PIB, na média do período). Mas a interpretação requer, no mínimo, a exclusão dos resultados do Banco Central.³⁶
- 3) A correlação negativa entre os saldos da administração pública e das empresas financeiras. Obviamente, o resultado expressa o papel das empresas financeiras como custodiantes e detentoras finais da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFI). As instituições financeiras são as principais responsáveis pela custódia dos títulos; auferem, em primeira mão, os retornos correspondentes, para depois transferi-los aos detentores finais. Do ponto de vista da custódia, as instituições financeiras respondiam por algo como 85,5% da DPMFI *em poder do público*, em dezembro de 2008.³⁷ Nesse mesmo mês, segundo Bittencourt (2009), as categorias pessoa jurídica financeira e investidores institucionais³⁸ eram as *detentoras finais* de 76,6% da DPMFI em poder do público. Não se deve esquecer, porém, que a DPMFI em poder do Banco Central – incluído entre as empresas financeiras – era então de 28,1% do total.

TABELA 1
Saldos financeiros por setor institucional (2000-2009)
 (Em milhões de R\$ correntes)

Economia/setores institucionais	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Economia nacional	-50.101	-58.855	-20.994	4.623	27.321	26.159	21.449	-5.045	-56.129	-60.332
Empresas não financeiras	-14.294	-23.910	-15.349	25.790	30.564	20.867	28.419	-22.961	-69.818	2.539
Empresas financeiras	14.674	36.388	66.077	40.991	34.532	56.737	92.125	139.428	92.057	83.326
Administração pública	-59.019	-87.114	-92.613	-82.743	-57.587	-61.445	-109.937	-128.274	-86.565	-149.308
Famílias e ISFLSFs	8.538	15.781	20.891	20.585	19.812	10.000	10.842	6.762	8.197	3.111

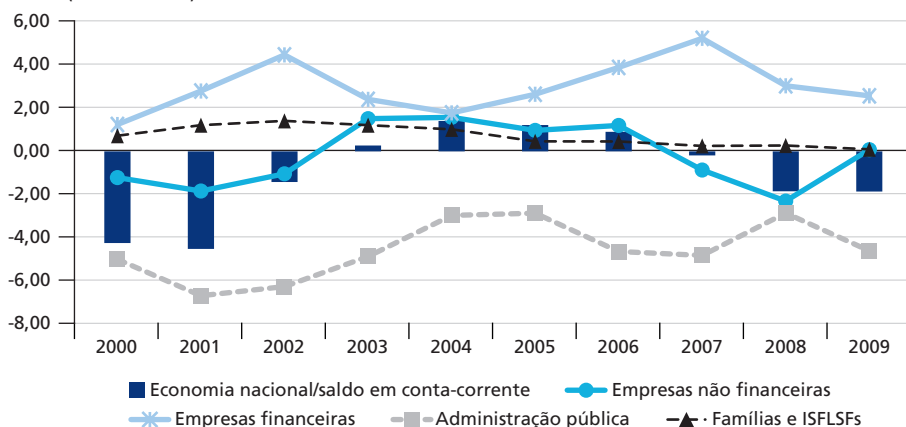
Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
 Elaboração do autor.

36. O cálculo do número, que não é divulgado pelo Banco Central, parece não ser trivial. De um lado, é necessário certificar-se de contar apenas os “lucros retidos” pela instituição, sob pena de contar duas vezes o que é transferido ao Tesouro. De outro, é preciso ter cautela para não confundir resultados correntes com os impactos – muito significativos – de ganhos/perdas de capital.

37. Segundo o *Relatório Mensal da Dívida Pública Federal*, de dezembro de 2008, a porcentagem resulta da soma de títulos detidos em carteira própria (dos bancos – isto é, tesouraria), “títulos vinculados” e “contas cliente especial dos fundos de investimento regidos pela Instrução CVM” (Brasil, 2008).

38. A primeira categoria inclui: “i) os recursos das tesourarias; ii) os valores detidos por pessoa jurídica financeira que não tem conta individualizada na Selic; e iii) instituições financeiras detentoras de fundos de investimento, quais sejam: Banco Comercial Nacional (...), Corretora Distribuidora Nacional (...), outras pessoas jurídicas financeiras nacionais (Out. PJF Nac.) e cotista distribuidor”. Na segunda, entram os “fundos de investimentos dos segmentos previdência complementar (...), seguradora, sociedade capitalização (Soc. Capital), fundos clubes, outros em FI (...), outros fundos (Conta Cliente Outros FI, anexo 5.1, RMD). Além disso, somaram-se também todos os recursos administrados por entidades de previdência complementar, seguradoras (inclusive de saúde) e sociedade de capitalização (recursos em Conta Cliente PJNF, anexo 5.1, RMD)” (Bittencourt, 2009, p. 390).

GRÁFICO 1
Saldos financeiros por setor institucional (2000-2009)
(Em % do PIB)



Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

Esses padrões, precariamente estabelecidos a partir de uma série tão curta, se refletem (com os ganhos/perdas de capital) nos números relativos ao patrimônio líquido *financeiro*, extraídos das contas de patrimônio – e, portanto, não consolidados –, disponíveis para o período 2004-2009. Evidentemente, quando se trata exclusivamente de ativos e passivos financeiros, a posição positiva de uns é necessariamente equivalente à posição negativa de outros. A soma é zero. A tabela 2 mostra o patrimônio líquido financeiro de cada setor, normalizado pelo PIB corrente. Fica claro que os setores famílias-ISFLSFs e o resto do mundo dividem o papel de credores líquidos; na média do período, detiveram, respectivamente, 39,4% e 33,3% do patrimônio financeiro líquido. Em ordem decrescente, os maiores devedores líquidos foram as empresas não financeiras (-50,2% do PIB no período), as financeiras (-11,8%) e a administração pública (-10,6%).

Como se sabe, a despeito dos poucos anos com *superavit* corrente externo, o país tem ainda uma posição internacional de investimento negativa. Concorrem para isso, em primeiro lugar, nossas posições líquidas negativas em ações e outras participações (61% dos passivos externos, na média do período 2005-2009), refletindo o estoque de investimento direto externo no país; em segundo lugar, os empréstimos (13,3% dos passivos externos), que mais que compensam o *status* de credor líquido em títulos, exceto ações (38,6% dos ativos externos) e numerário e depósitos (12,2% dos ativos externos).³⁹

39. Ressalte-se que, embora a posição líquida em ações e outras participações seja negativa, o instrumento representou, na média do período, 35,8% dos nossos ativos externos.

TABELA 2
Setores institucionais: patrimônio líquido financeiro (2004-2009)
 (Em % do PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empresas não financeiras	-59,7	-53,5	-51,2	-55,4	-39,6	-42,0
Empresas financeiras	-16,1	-16,6	-15,7	-15,3	1,7	-9,0
Administração pública	-7,8	-5,7	-7,6	-8,6	-16,6	-17,5
Famílias e ISFLSFs	42,6	41,2	41,1	43,1	32,6	35,9
Resto do mundo	41,0	34,7	33,4	36,2	22,0	32,6
Soma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
 Elaboração do autor.

As posições negativas dos setores empresariais talvez pareçam mais intrigantes. Aqui, é essencial ter em mente as diferenças – antes mencionadas – entre as noções de patrimônio líquido financeiro e de patrimônio líquido propriamente dito. O cálculo do primeiro exclui, por definição, os ativos não financeiros. O cálculo do segundo é impossível enquanto o valor destes não for conhecido. Ora, os ativos não financeiros são particularmente importantes no portfólio das empresas *não financeiras*. É esperado – ou mesmo desejável – que tenham um patrimônio financeiro negativo. Para obter o patrimônio líquido propriamente dito, seria preciso, ainda, deduzir, na coluna das fontes, o valor de ações e outras participações do total de passivos. Neste segundo aspecto, decerto importante para as empresas financeiras, reside, possivelmente, a maior parte da explicação do patrimônio líquido financeiro negativo das empresas *financeiras*, para as quais o estoque de ativos não financeiros tem peso reduzido.

Nesse nível de agregação, porém, fluxos e estoques financeiros fornecem apenas uma primeira intuição acerca da natureza dos portfólios financeiros de cada setor e das interações entre eles. Os dados disponíveis oferecem três opções para o aprofundamento da análise.

Se o objetivo consiste em acompanhar o comportamento financeiro de cada setor institucional, o maior grau de detalhe, como explicado anteriormente, é aquele possibilitado pelas contas financeiras (2005-2009). As aquisições líquidas de ativos e passivos variam significativamente de ano a ano, ao sabor das variações da conjuntura.

As contas de patrimônio (2004-2009) podem ser usadas para o mesmo propósito. Isso porque elas não se limitam a apresentar os estoques (menos variáveis do que os fluxos) de ativos e passivos no final de cada ano: as variações dos estoques são decompostas – embora com menor grau de detalhe do que nas contas financeiras – em transações (fluxos) e em outras variações (revalorizações e outras variações de volume).

A inclusão dos ganhos e das perdas de capital agrega uma informação importante para a compreensão dos fenômenos econômicos ocorridos em cada ano.

Apesar disso, a derradeira opção, baseada na matriz de patrimônio financeiro de 2009, é a única que descreve de forma completa as relações (*whom-to-whom*) entre os setores institucionais. Ademais, o confronto dos dados da matriz com os da conta de patrimônio desse ano permite o cálculo das – volumosas, como se verá – operações financeiras intrassetoriais – explicitando os componentes dos dados não consolidados. Por essas razões, foi esta a opção adotada neste texto.

3.2 A matriz de patrimônio financeiro

As relações entre agentes econômicos agregados em setores institucionais desempenham, desde os clássicos, papel central em diferentes abordagens econômicas. Este é o caso também da vertente keynesiana e, em particular, dos modelos que empregam a chamada metodologia *stock-flow consistent* (SFC).⁴⁰ Nestes, o ponto de partida consiste, quase sempre, na apresentação de uma matriz que mostra como os vários tipos de riqueza – “real” e financeira – estão distribuídos entre os agentes da economia. Os modelos e suas matrizes são representações deliberadamente simplificadas, tendo em vista os objetivos de cada investigação e a facilidade na computação e na interpretação: abstraem-se ativos que podem ter importância prática considerável; simplifica-se a descrição dos portfólios, supondo-se, por exemplo, que a cada setor correspondam instrumentos de financiamento que lhe são particulares e que só são adquiridos por um subconjunto restrito de outros setores.

A tabela 3 – construída com base na matriz de patrimônio original – é o equivalente possível, para a economia brasileira, das matrizes de estoques dos modelos SFC. A apresentação tem por objetivo facilitar – como nos modelos – a visualização dos portfólios de cada setor. Em um modelo teórico, haveria pelo menos um ativo “real”: o estoque de capital fixo. A matriz brasileira, infelizmente, só contém dados sobre ativos financeiros. Mostra, porém, uma trama de relações financeiras mais intrincada do que aquela que os modelos ousam analisar.

Como os ativos entram com valor positivo e os passivos com valor negativo, a soma de cada linha é zero: os passivos emitidos pelas unidades componentes de um setor, não tendo sido adquiridas por outras unidades do mesmo setor, estão necessariamente – não sendo explicitadas as discrepâncias estatísticas – registrados como ativos de outros setores.

40. A metodologia, desenvolvida – nos marcos do “velho keynesianismo” – por James Tobin e seus colaboradores (Dos Santos, 2006), foi depois apropriada por economistas pós-keynesianos, como Wynne Godley e Marc Lavoie (Silva e Dos Santos, 2009).

TABELA 3
Matriz de patrimônio financeiro (2009)
(Em milhões de R\$ correntes)

	Financeiras		Administração pública		Não financeiras		Famílias e ISFLSFS		Resto do mundo		Total		
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P			
1. Ouro monetário e DES	9.896	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-9.896	0	
2. Monetário e depósitos	34.221	-	14	-	12.277	-	-	8.658	-	-	-55.170	0	
	-	-1.715.060	847.747	-	407.211	-	-	451.041	-	9.060	-	0	
3. Títulos, exceto ações	-	-460.079	-	-	204.876	-	-	183.728	-	71.475	-	0	
	1.808.582	-	-	-2.011.484	13.581	-	-	6.725	-	182.596	-	0	
	113.236	-	170	-	-152.934	-	-	968	-	38.560	-	0	
394.236	-	-	-	-	1.429	-	-	907	-	-396.572	-	0	
4. Derivativos	-	-5.941	-	-	-	-	-	-	5.941	-	-	0	
	63	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-63	0	
	-	-	-	-	471	-	-	-	-	-	-	-471	0
	-	-	-	-	-	-	-	207	-	-	-	-207	0
5. Empréstimos	-	-270.114	181.504	-	11.031	-	-	-	-	77.579	-	0	
	57.743	-	-	-93.948	-	-	-	-	-	36.205	-	0	
	841.565	-	-	-	-	-914.019	-	12.007	-	60.447	-	0	
	566.408	-	50	-	29.057	-	-	-	-596.345	830	-	0	
	23.381	-	3.950	-	448	-	935	-	-	-	-28.714	0	
6. Ações e outras participações	-	-1.494.733	116.714	-	582.817	-	-	509.793	-	285.409	-	0	
	323.840	-	274.467	-	-1.770.959	-	-	213.081	-	959.571	-	0	
	38.802	-	2.311	-	152.398	-	54.348	-	-	-247.858	-	0	
	-	-634.392	292	-	10.150	-	623.211	-	738	-	-	0	
7. Reservas técnicas de seguros	-	-183.989	68.064	-	46.845	-	47.710	-	21.370	-	-	0	
8. Outros débitos/créditos	130.985	-	-483.469	-	246.240	-	106.031	-	213	-	-	0	
	83.212	-	268.720	-	-573.347	-	91.286	-	130.128	-	-	0	
	45.189	-	256.987	-	249.601	-	-	-551.831	54	-	-	0	
	1.475	-	-	-	82.283	-	-	-	-83.758	-	-	0	
Total	4.472.833	-4.764.307	2.020.991	-2.588.900	2.050.715	-3.411.258	2.310.638	-1.148.176	1.880.175	-822.711	-	0	
Patrimônio líquido financeiro	-	-291.474	-	-567.910	-	-1.360.543	1.162.463	-	1.057.464	-	-	0	

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

TABELA 4
Matriz de patrimônio financeiro: distribuição entre os setores de cada instrumento financeiro (2009)
 (Em %)

	Financeiras		Administração pública		Não financeiras		Famílias e ISFLSFS		Resto do mundo		Total
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	
1. Ouro monetário e DES	100,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-100,00	0
2. Numerário e depósitos	1,93	-	0,00	-	0,69	-	0,49	-	-	-3,12	0
	-	-96,88	47,89	-	23,00	-	25,48	-	0,51	-	0
3. Títulos, exceto ações	-	-15,23	-	-	6,78	-	6,08	-	2,37	-	0
	59,87	-	-	-66,58	0,45	-	0,22	-	6,04	-	0
	3,75	-	0,01	-	-	-5,06	0,03	-	1,28	-	0
	13,05	-	-	-	0,05	-	0,03	-	-	-13,13	0
Subtotal	76,66	-15,23	0,01	-66,58	7,28	-5,06	6,37	-	9,69	-13,13	0
4. Derivativos	-	-88,90	-	-	-	-	-	-	88,90	-	0
	0,95	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,95	0
	-	-	-	-	7,05	-	-	-	-	-7,05	0
	-	-	-	-	-	-	3,10	-	-	-3,10	0
Subtotal	0,95	-88,90	-	-	7,05	-	3,10	-	88,90	-11,10	0
5. Empréstimos	-	-14,19	9,54	-	0,58	-	-	-	4,08	-	0
	3,03	-	-	-4,94	-	-	-	-	1,90	-	0
	44,22	-	-	-	-	-48,03	0,63	-	3,18	-	0
	29,76	-	0,00	-	1,53	-	-	-31,33	0,04	-	0
	1,23	-	0,21	-	0,02	-	0,05	-	-	-1,51	0
Subtotal	78,24	-14,19	9,75	-4,94	2,13	-48,03	0,68	-31,33	9,20	-1,51	0
6. Ações e outras participações	-	-42,54	3,32	-	16,59	-	14,51	-	8,12	-	0
	9,22	-	7,81	-	-	-50,40	6,06	-	27,31	-	0
	1,10	-	0,07	-	4,34	-	1,55	-	-	-7,05	0
Subtotal	10,32	-42,54	11,20	0,00	20,93	-50,40	22,12	-	35,43	-7,05	0
7. Reservas técnicas de seguros	-	-100,00	0,05	-	1,60	-	98,24	-	0,12	-	0
8. Outros débitos/créditos	-	-9,81	3,63	-	2,50	-	2,54	-	1,14	-	0
	6,98	-	-	-25,77	13,12	-	5,65	-	0,01	-	0
	4,43	-	14,32	-	-	-30,56	4,86	-	6,94	-	0
	2,41	-	13,70	-	13,30	-	-	-29,41	0,00	-	0
	0,08	-	-	-	4,39	-	-	-	-	-4,46	0
Subtotal	13,90	-9,81	31,64	-25,77	33,31	-30,56	13,06	-29,41	8,09	-4,46	0

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
 Elaboração do autor.

Os dados da matriz de patrimônio serão explorados de diferentes pontos de vista. Na subseção 3.2.1, a análise é feita do ponto de vista dos instrumentos. Os objetivos são evidenciar os seguintes pontos:

- as participações – como credor e/ou devedor – de cada setor institucional no mercado do instrumento (tabela 4);
- o peso relativo de cada instrumento – por exemplo, os títulos – na riqueza financeira total (tabela 5); e
- a composição dos setores financiadores para cada par setor institucional/instrumento; por exemplo, para títulos da dívida *pública* (tabela 6).

Na subseção 3.2.2, adota-se o ponto de vista dos setores institucionais. Tanto as matrizes teóricas quanto as matrizes *whom-to-whom* dos serviços estatísticos nacionais abstraem, por construção, as relações patrimoniais de natureza *intra-setorial*. Felizmente, porém, o uso conjugado da conta de patrimônio e da matriz de 2009 permite o cálculo das posições *intra-setoriais*.

3.2.1 A ótica dos instrumentos e dos mercados

A primeira linha da matriz (tabela 3) parece provir diretamente do mundo simplificado dos modelos: só um setor (as empresas financeiras e, de fato, entre elas, só o Banco Central) possui *ouro monetário e direitos especiais de saque*, registrados como passivos do resto do mundo.

O segundo instrumento, *numerário e depósitos*, já apresenta um quadro mais complicado. Somente as empresas financeiras – e o resto do mundo – emitem passivos na forma de *numerário e depósitos*, que são, porém, ativos financeiros de todos os demais setores. A análise torna-se mais simples com o recurso à tabela 4, que substitui os valores em reais das posições ativas e passivas pelas porcentagens que a posição – ativa ou passiva – de cada setor representava no valor *total* de cada instrumento. A tabela mostra, portanto, a composição, pelo lado passivo e ativo, do mercado de cada tipo de instrumento.

Em 2009, quase metade das posições ativas em numerário e depósitos cabia à administração pública. Isso é explicado, em boa parte, pela importância da conta única do Tesouro no Banco Central.⁴¹ As famílias e ISFLSFs (“famílias”, doravante, para simplificar) e as empresas não financeiras, no essencial, dividiam o restante da posição ativa no instrumento.

41. Em 2009, a administração pública possuía R\$ 847,8 bilhões em numerário e depósitos. Entretanto, segundo a demonstração financeira do Banco Central desse ano, o valor da Conta Única do Tesouro Nacional era de R\$ 406,4 bilhões. Havia, portanto, disponibilidades significativas, das várias esferas do governo, “estacionadas” em outras contas.

A tabela 5 traz o valor e a composição – do lado dos ativos – da riqueza financeira em 2009.⁴² Os números relativos às posições *intersetoriais* – ou consolidadas – provêm da matriz de patrimônio financeiro. Os números *totais*, que incluem as posições *intrasetoriais* – e são, portanto, iguais ou superiores aos primeiros –, advêm da conta de patrimônio de 2009. O cálculo é simples: deduzindo-se dos números totais da conta de patrimônio os números consolidados da matriz, obtêm-se os números correspondentes às posições *intrasetoriais*.

Como evidencia a quinta coluna da tabela, o peso relativo do primeiro instrumento era (e é) muito pequeno: apenas 0,08% das posições detidas intersetorialmente (e 0,05% da riqueza financeira total); a terceira coluna (100%) expressa o fato de que a posição intersetorial (do Banco Central contra o resto do mundo) equivalia à posição total.

Numerário e depósitos, por seu turno, representavam 13,76% da posição intersetorial – e 13,69% do total de ativos financeiros. A análise da tabela 5, no que tange às posições *intrasetoriais*, será retomada adiante; vale mencionar, porém, que, no caso desse instrumento, já se registravam posições *intrasetoriais* – internas, no caso, às empresas financeiras – significativas (de 30%).

TABELA 5
Composição da riqueza financeira (2009)

	Ativos – posições intersetoriais (milhões de R\$)	Ativos – posições totais (milhões de R\$)	Posição intersetorial/total (%)	Participação do instrumento nas posições intersetoriais totais (%)	Participação do instrumento nas posições totais (%)
1. Ouro monetário e DES	9.896	9.896	100,0	0,08	0,05
2. Numerário e depósitos	1.749.281	2.500.350	70,0	13,76	13,69
3. Títulos, exceto ações	3.021.069	3.427.915	88,1	23,76	18,76
4. Derivativos	6.682	6.682	100,0	0,05	0,04
5. Empréstimos	1.903.139	3.370.909	56,5	14,97	18,45
6. Ações e outras participações	3.513.550	5.742.540	61,2	27,63	31,43
7. Reservas técnicas de seguros	634.392	636.611	99,7	4,99	3,48
8. Outros débitos/créditos	1.876.393	2.574.900	72,9	14,76	14,09
Total	12.714.403	18.269.803	69,6	100,00	100,00

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

42. Para os valores em reais correntes e a composição da riqueza financeira não consolidada de 2004 a 2005, levando em conta ativos e passivos, ver as tabelas 1 e 2 do apêndice. Esta última mostra o aumento, no período, da profundidade financeira, medida pela razão entre o valor dos instrumentos e o PIB corrente. Para os ativos, a razão sobe de 4,7, em 2004, para 5,6, em 2009; para os passivos, de 5,1 para 6,0.

A terceira rubrica, *títulos, exceto ações*, de maior peso do que as anteriores (23,76% da posição financeira intersetorial; 31,43% da riqueza financeira), é ainda mais complexa. Os títulos são instrumentos de financiamento de todos os setores, à exceção das famílias. Porém, os dados de 2009 retratam um mercado que, no essencial, tinha na ponta *devedora* a administração pública (66,58% do estoque total de títulos) e na ponta *credora* o setor financeiro (76,66% do estoque).

Após os títulos públicos, seguiam-se os títulos emitidos pelas próprias instituições financeiras e pelo resto do mundo (15,23% e 13,13%, respectivamente). A participação das empresas não financeiras no estoque de títulos em circulação era de apenas 5,06%, em linha com as observações relativas à pequena relevância do mercado de capitais, no Brasil, como instrumento de financiamento das firmas.

A tabela 6 apresenta uma nova transmutação da matriz de patrimônio financeiro. Dessa vez, porém, os números mostram como a emissão de cada instrumento, por cada setor institucional, é absorvida pelos demais setores. Assim, o foco não está mais – por exemplo – na composição do mercado *de títulos*, mas sim na composição do mercado de títulos *públicos*.

Constata-se, a propósito, que o mercado de títulos públicos era dominado pelas empresas financeiras e pelo resto do mundo, que detinham, respectivamente, 89,91% e 9,08% da oferta; a participação das empresas não financeiras e das famílias, como se sabe, ocorre fundamentalmente por meio da aquisição de cotas dos fundos de investimento administrados pelo setor financeiro.

Para o segmento de títulos emitidos pelas empresas financeiras, os principais supridores de fundos eram as empresas não financeiras e as famílias (44,53% e 39,93%, respectivamente).

Os títulos emitidos pelas empresas não financeiras eram, no essencial, destinados às empresas financeiras (74,04%) e ao resto do mundo (25,21%). As empresas financeiras respondiam pela quase totalidade (99,41%) da demanda pelos títulos de emissão externa; vale lembrar que aqui estão contabilizadas as reservas externas do Banco Central.

As linhas destinadas aos *derivativos* registram apenas as posições de setores nacionais *vis-à-vis* o resto do mundo: posições ativas e passivas – estas, as mais significativas – das empresas financeiras e posições ativas das empresas não financeiras e das famílias.⁴³

43. Segundo esclarecimentos recebidos do Banco Central, embora o SCN 1993 agregasse os derivativos aos títulos, optou-se, no Brasil, por explicitar os derivativos contratados com o resto do mundo. Com a adoção do SCN 2008, todos os derivativos serão apresentados em item específico.

O estoque de *empréstimos* representou, em 2009, 14,97% das posições financeiras intersetoriais (ou 18,45% da riqueza financeira). Obviamente, nesse mercado, a hegemonia cabe, pelo lado dos credores, às empresas financeiras. Em 2009, estas respondiam por 78,24% da concessão total de empréstimos (tabela 4). Seguiam-se o governo – cujos empréstimos (9,54% do total) eram, em sua maior parte, direcionados ao setor financeiro⁴⁴ e o resto do mundo (9,20%, direcionados às empresas não financeiras, em primeiro lugar, e, em segundo, às empresas financeiras).

Tampouco é surpreendente constatar que os principais tomadores tenham sido as empresas não financeiras (48,03% do total) e as famílias (31,33%), ainda que não fosse desprezível a proporção dos empréstimos tomados pelas próprias empresas financeiras (14,19%), provenientes, como referido anteriormente, da administração pública e do resto do mundo.

Empresas e famílias tinham, no essencial, dívida interna (92,07% e 94,98% de seus passivos na forma de empréstimos, respectivamente – tabela 6). A proporção era mais baixa (61,46%) no caso da – pequena – dívida em empréstimos da administração pública – que, como mostra a tabela 4, representava apenas 4,94% do total de passivos nesse instrumento.

Os instrumentos incluídos em *ações e outras participações* representavam, em 2009, a mais alta parcela da posição intersetorial (27,63%, ou 31,43% da riqueza financeira). Antes que se cogite revisar a dimensão do mercado de capitais no Brasil, é conveniente relembrar que, seguindo as diretrizes do SCN, a rubrica incorpora, além das ações cotadas e de outros tipos de participação de capital – inclusive, ações não cotadas –, um item de natureza muito diferente: as cotas dos fundos de investimento.

Infelizmente, os dados de patrimônio não apresentam a decomposição do item. Mas é possível recorrer aos dados de fluxo das contas financeiras para obter algum esclarecimento adicional (tabela 3, no apêndice). Na média dos anos disponíveis (2005-2009), a categoria respondeu por 23,9% da *emissão líquida de passivos*. *Apenas 2,3% couberam, porém, às ações cotadas*; as ações não cotadas e outras participações corresponderam a 10,5% e os fundos de investimento, a 11,1%. Essa média, é claro, esconde variações anuais, respondendo à sucessão das conjunturas;⁴⁵ tais variações, porém, tendem a ser mais relevantes para os fluxos do que para os estoques – que podem, no entanto, sofrer também variações significativas por conta

44. E, nele, a instituições como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF). Ressalte-se, uma vez mais, o fato de que a matriz só apresenta relações intersetoriais, eliminando, por exemplo, as dívidas – consideráveis – entre os vários níveis de governo e com fundos, como o FGTS e o PIS (IBGE, 2011, p. 15-16).

45. Em 2008, por exemplo, o peso das ações não cotadas e outras participações foi de 17,2% das emissões totais de passivos, ao passo que o peso das participações em fundos caiu para 0,3%.

de ganhos/perdas de capital. De toda forma, a média sugere que, também no que diz respeito aos estoques, as ações cotadas devem ter uma participação diminuta no total de passivos. Convém lembrar que a retenção de lucros vem a ser, em boa parte dos países, uma das principais fontes de financiamento das empresas, e que os lucros retidos se incorporam ao seu capital – na forma das *outras participações* contabilizadas na rubrica.

Presumivelmente, a posição passiva das empresas não financeiras (50,40% do total do instrumento) corresponde a ações e – principalmente – a ações não cotadas e outras participações. Aqui, mais uma vez, trata-se de uma inferência baseada nas contas financeiras. Na média do período 2005-2009, as ações cotadas representaram apenas 22,5% das emissões líquidas desse instrumento por parte das empresas não financeiras.⁴⁶

No caso da posição passiva das empresas financeiras (44,22% do total), as cotas de fundos de investimento devem representar parcela expressiva do estoque. Na média do período 2005-2009, o valor das emissões líquidas de cotas de fundos de investimento foi de 72,8% do total das emissões líquidas do instrumento – ou de 89,9%, se excluído 2008.

É interessante destacar que, no caso das empresas não financeiras, as injeções de capital provinham, em sua maioria (54,18% – tabela 6), do resto do mundo, refletindo o estoque de investimento direto externo no país. Em ordem de importância decrescente, alinhavam-se as empresas financeiras (18,29%), a administração pública (15,50%) e, finalmente, as famílias (12,03%).

No caso das empresas financeiras, predominavam as aplicações – presumivelmente em fundos de investimento – provenientes das empresas não financeiras (38,99%). Vinham, na sequência, as participações das famílias (34,11%), do resto do mundo (19,09%) e do governo (7,81%).

Depois dos títulos, as ações e as outras participações são o instrumento financeiro de maior importância nas aplicações *no exterior* de residentes no país. Enquanto os títulos, como já ressaltado, pertencem fundamentalmente a empresas financeiras – entre as quais, o Banco Central –, as disponibilidades externas em ações e outras participações faziam parte de empresas não financeiras (61,49% do total), famílias (21,93%) e empresas financeiras (15,65%). Seria interessante conhecer melhor a composição dessas aplicações.

As *reservas técnicas de seguros* são quase que exclusivamente um assunto entre empresas financeiras – que emitem a totalidade dos passivos – e as famílias – que adquirem a quase totalidade dos ativos.

46. As emissões líquidas de cotas de fundos de investimento são nulas: só teriam valor positivo caso fossem incluídos no agregado os eventuais dados de braços financeiros de empresas não financeiras.

TABELA 6
Matriz de patrimônio financeiro: distribuição intersetorial dos passivos de cada setor (2009)
(Em %)

	Financeiras		Administração pública		Não financeiras		Famílias e ISFLSFs		Resto do mundo		Total
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	
1. Ouro monetário e DES	100,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-100,00	0
2. Numerário e depósitos	62,03	-	0,02	-	22,25	-	15,69	-	-	-100,00	0
		-100,00	49,43	-	23,74	-	26,30	-	0,53	-	0
3. Títulos, exceto ações	-	-100,00	-	-	44,53	-	39,93	-	15,54	-	0
	89,91	-	-	-100,00	0,68	-	0,33	-	9,08	-	0
	74,04	-	0,11	-	-	-100,00	0,63	-	25,21	-	0
	99,41	-	-	-	0,36	-	0,23	-	-100,00	-	0
4. Derivativos	-	-100,00	-	-	-	-	-	-	100,00	-	0
	100,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-100,00	0
	-	-	-	-	100,00	-	-	-	-	-100,00	0
	-	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-100,00	0
5. Empréstimos	-	-100,00	67,20	-	4,08	-	-	-	28,72	-	0
	61,46	-	-	-100,00	-	-	-	-	38,54	-	0
	92,07	-	-	-	-	-100,00	1,31	-	6,61	-	0
	94,98	-	0,01	-	4,87	-	-	-100,00	0,14	-	0
	81,42	-	13,76	-	1,56	-	3,26	-	-	-100,00	0
6. Ações e outras participações	-	-100,00	7,81	-	38,99	-	34,11	-	19,09	-	0
	18,29	-	15,50	-	-	-100,00	12,03	-	54,18	-	0
	15,65	-	0,93	-	61,49	-	21,93	-	-	-100,00	0
7. Reservas técnicas de seguros	-	-100,00	0,05	-	1,60	-	98,24	-	0,12	-	0
8. Outros débitos/créditos	-	-100,00	36,99	-	25,46	-	25,93	-	11,61	-	0
	27,09	-	-	-100,00	50,93	-	21,93	-	0,04	-	0
	14,51	-	46,87	-	-	-100,00	15,92	-	22,70	-	0
	8,19	-	46,57	-	45,23	-	-	-100,00	0,01	-	0
	1,76	-	-	-	98,24	-	-	-	-	-100,00	0

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

O instrumento remanescente, *outros débitos/créditos*, tem peso significativo (14,76% da posição intersetorial e 14,09% da riqueza financeira). Sua interpretação é problemática, por várias razões. Em primeiro lugar, a heterogeneidade da rubrica, que inclui, além do crédito comercial – possivelmente eliminado na consolidação do setor –, valores a pagar, atrasados e de ações na Justiça.

Em segundo lugar, o fato de que a categoria é o destino de todo o resíduo estatístico, cujo valor não é divulgado.

Em todo caso, pode-se registrar que os principais detentores desses passivos (tabela 4) são as empresas não financeiras (30,56%), as famílias (29,41%) e a administração pública (25,77%), seguidas pelas empresas financeiras (9,81%). Pelo lado do ativo, destacam-se, uma vez mais, as empresas não financeiras (33,31%) e a administração pública (31,64%), seguidas pelo setor financeiro e pelas famílias (13,90% e 13,06%, respectivamente).

3.2.2 A ótica dos setores e as posições inter e intrasetoriais

A tabela 7 é a quarta e última transfiguração da matriz de patrimônio. Agora, cada coluna soma 100, revelando a composição *intersetorial* de ativos e passivos do setor institucional. Essa composição pode ser interpretada como uma medida da *exposição* de cada setor aos demais, no que concerne tanto a ativos quanto a passivos. Não deve ser confundida com a composição real – ou total – do portfólio de cada setor (tabela 8), a qual inclui as posições em ativos adquiridos de – ou vendidos a – agentes do próprio setor.

A diferença entre a composição intersetorial e a composição real – ou total – pode ser evidenciada pelo seguinte exemplo: segundo a tabela 7, numerário e depósitos representavam, em 2009, somente 0,77% do total de ativos das empresas financeiras. O valor é baixo porque, aqui, somente estão contabilizadas as disponibilidades contra o resto do mundo; a consolidação eliminou os depósitos intrasetoriais. Tomando-se em consideração, como na tabela 8, a totalidade dos ativos do setor – o que implica levar em conta, entre outras posições, os volumosos depósitos interbancários –, constata-se que a fração correspondente ao instrumento era de 8,7%. A diferença é considerável.

O tema da consolidação será retomado a seguir. Importa agora ressaltar um resultado que, não sendo surpreendente, não deixa de ser reconfortante. A tabela 7 legitima o emprego do corte por setores institucionais: as relações patrimoniais variam de forma significativa. Em particular, percebe-se como ainda são diversas as inserções de empresas financeiras e não financeiras, a despeito do debate – e, de fato, das evidências parciais – acerca da financeirização das últimas.

O financiamento das empresas não financeiras se dava, em sua maior parte (51,92%), por meio de ações e outras participações. Frações menores cabiam aos empréstimos (26,79%) e aos títulos (somente 4,48%). As aplicações em ações e outras participações emitidas por empresas financeiras – que devem consistir, em essência, em cotas de fundos de investimento – eram o mais importante (28,59%) ativo financeiro. Destacavam-se, ainda, as aplicações em numerário e depósitos

(20,46%, incluindo as aplicações no resto do mundo), em títulos (10,72%) e em ações e outras participações no resto do mundo (7,43%).⁴⁷

O portfólio das empresas financeiras, evidentemente o mais complexo, mostrava numerário e depósitos (36,00%) e ações e outras participações (31,37%) como as fontes mais relevantes.⁴⁸ Os títulos, que representam apenas 9,66% dos passivos, respondiam por 51,78% dos ativos; participação que superava largamente a dos empréstimos (33,29%). Dada a importância particularmente significativa das transações financeiras *entre empresas* – financeiras ou não –, essas porcentagens são bastante diferentes quando se consideram os ativos e os passivos totais (tabela 8).

As *famílias*, basicamente, obtêm financiamento dos bancos – seus passivos na forma de outros débitos/créditos devem expressar, em larga medida, ações na justiça movidas por outros setores, particularmente pelas empresas não financeiras e pela administração pública.⁴⁹ Pelo lado do ativo, predominavam, em 2009, as ações e outras participações (33,64%), consistindo principalmente em aplicações junto a empresas financeiras (22,06%), o que sugere o predomínio de cotas de fundos de investimento. Parte importante (26,97%) da riqueza das famílias estava aplicada na forma de reservas técnicas de seguros. Também relevantes eram as aplicações em numerário e depósitos (19,89%) e títulos (8,32%).

O passivo da administração pública, no essencial, fora contraído pela emissão de títulos (77,7%). No outro lado do balanço, avultavam, além das posições em numerário e depósitos (41,95%), aquelas em ações e outras participações.

Finalmente, percebe-se que, no relacionamento entre os agentes do resto do mundo e os residentes no Brasil, os primeiros concentravam suas aquisições em ações e outras participações (66,22%) e em títulos (15,56%); para os últimos, a ordem era a inversa, sendo mais importantes as aquisições de títulos (48,20%), seguidas pelas de ações e outras participações (30,13%).

As porcentagens da tabela 8 foram calculadas a partir das contas de patrimônio, que contabilizam, para o período 2004-2009, a totalidade das posições dos setores – para os valores em reais correntes (tabela 4, no apêndice). Perdem-se de vista, aqui, as relações entre os setores – retomadas, porém, nas tabelas 5 a 8, no apêndice.

47. Somente uma pesquisa mais aprofundada – acompanhando séries mais longas, tanto brasileiras quanto internacionais – permitiria dizer se a ponderação de ativos como numerário e títulos, além de cotas em fundos de investimento, pode ser tomada como uma *proxy* da preferência pela liquidez e se essa ponderação indica uma preferência pela liquidez relativamente elevada.

48. Como antes mencionado, qualquer hipótese interpretativa a respeito das empresas financeiras deve ser lida com cautela, dada a distorção derivada da inclusão do Banco Central no agregado. Em 2009, por exemplo, o ativo total – não muito diferente do ativo financeiro – desse banco montava a quase R\$ 1,2 trilhão, ou 13,2% dos ativos totais do setor. Outro corte de indiscutível importância, particularmente no período pós-crise, é o que separa os bancos públicos das demais instituições financeiras. Nesse ano, o Banco do Brasil (conglomerado financeiro), a Caixa Econômica Federal (instituição independente) e o BNDES possuíam ativos, respectivamente, no valor de R\$ 692 bilhões (ou 9,1% do ativo das empresas financeiras, exclusive Banco Central), R\$ 342 bilhões (4,5%) e R\$ 379 bilhões (4,9%).

49. Como se pode apreciar na tabela 7, as participações no passivo e no ativo desse instrumento são significativas em todos os setores institucionais e, particularmente, para as famílias, a administração pública e as empresas não financeiras. Dada a natureza do instrumento, comentada antes, não se irá aqui além do registro desse fato.

A apresentação dos números anuais – bem como da média do período – tem por objetivo sugerir que, a despeito de diferenças não desprezíveis em várias células, não é absurdo explorar – como se fez neste texto – 2009 para ilustrar as características da riqueza financeira no Brasil.

TABELA 7

Matriz de patrimônio financeiro: composição intersetorial do portfólio dos setores institucionais (2009)
(Em %)

	Financeiras		Administração pública		Não financeiras		Famílias e ISFLSFs		Resto do mundo	
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P
1. Ouro monetário e DES	0,22	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,20
2. Numerário e depósitos	0,77	-	0,00	-	0,60	-	0,37	-	0,00	-6,71
	-	-36,00	41,95	-	19,86	-	19,52	-	0,48	-
3. Títulos, exceto ações	-	-9,66	-	-	9,99	-	7,95	-	3,80	-
	40,43	-	-	-77,70	0,66	-	0,29	-	9,71	-
	2,53	-	0,01	-	-	-4,48	0,04	-	2,05	-
	8,81	-	-	-	0,07	-	0,04	-	-	-48,20
Subtotal	51,78	-9,66	0,01	-77,70	10,72	-4,48	8,32	-	15,56	-48,20
4. Derivativos	-	-0,12	-	-	-	-	-	-	0,32	-
	0,001	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,01
	-	-	-	-	0,02	-	-	-	-	-0,06
	-	-	-	-	-	-	0,01	-	-	-0,03
5. Empréstimos	-	-5,67	8,98	-	0,54	-	-	-	4,13	-
	1,29	-	-	-3,63	-	-	-	-	1,93	-
	18,82	-	-	-	-	-26,79	0,52	-	3,21	-
	12,66	-	0,00	-	1,42	-	-	-51,94	0,04	-
	0,52	-	0,20	-	0,02	-	0,04	-	-	-3,49
Subtotal	33,29	-5,67	9,18	-3,63	1,98	-26,79	0,56	-51,94	9,31	-3,49
6. Ações e outras participações	-	-31,37	5,78	-	28,42	-	22,06	-	15,18	-
	7,24	-	13,58	-	-	-51,92	9,22	-	51,04	-
	0,87	-	0,11	-	7,43	-	2,35	-	-	-30,13
Subtotal	8,11	-31,37	19,47	-	35,85	-51,92	33,64	-	66,22	-30,13
7. Reservas técnicas de seguros	-	-13,32	0,01	-	0,49	-	26,97	-	0,04	-
8. Outros débitos/créditos	-	-3,86	3,37	-	2,28	-	2,06	-	1,14	-
	2,93	-	-	-18,67	12,01	-	4,59	-	0,01	-
	1,86	-	13,30	-	-	-16,81	3,95	-	6,92	-
	1,01	-	12,72	-	12,17	-	-	-48,06	0,00	-
	0,03	-	-	-	4,01	-	-	-	-	-10,18
Subtotal	5,83	-3,86	29,38	-18,67	30,48	-16,81	10,60	-48,06	8,07	-10,18
Total	100,00	-100,00	100,00	-100,00	100,00	-100,00	100,00	-100,00	100,00	-100,00

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

TABELA 8
Setores institucionais: composição patrimonial (2004-2009)
(Em % do total de ativos e passivos)

	2004		2005		2006		2007		2008		2009		Média (2004-2009)	
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P
Empresas financeiras														
Ouro monetário e DES	0,04	-	0,03	-	0,03	-	0,02	-	0,03	-	0,11	-	0,0	-
Numerário e depósitos	8,48	26,8	8,6	27,3	8,9	27,0	10,6	27,9	8,7	26,0	8,8	27,1	9,0	27,0
Títulos, exceto ações	37,03	9,1	36,2	9,9	35,8	10,5	33,8	10,1	35,0	14,0	33,5	12,0	35,2	10,9
Empréstimos	23,49	12,7	23,4	10,1	24,0	10,4	26,1	12,1	28,5	14,5	30,3	15,8	26,0	12,6
Ações e outras participações	22,73	34,3	24,5	36,7	25,0	38,2	24,5	37,6	21,1	32,5	22,0	33,8	23,3	35,5
Reservas técnicas de seguros	0,04	8,2	0,0	7,9	0,0	7,7	0,0	7,2	0,0	7,3	0,0	7,0	0,0	7,5
Outros débitos/créditos	8,2	8,9	7,2	8,1	6,2	6,2	5,0	5,1	6,6	5,8	5,2	4,2	6,4	6,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	100,0
Administração pública														
Numerário e depósitos	20,9	-	23,6	-	24,1	-	25,3	-	25,1	-	32,1	-	25,2	-
Títulos, exceto ações	2,2	62,0	2,4	64,4	2,3	64,2	2,4	64,1	3,3	63,6	2,7	64,9	2,6	63,9
Empréstimos	25,2	26,2	23,3	24,2	22,5	22,9	21,0	20,3	24,1	20,2	24,7	17,5	23,5	21,9
Ações e outras participações	12,0	-	13,4	-	15,6	-	17,1	-	15,2	-	14,9	-	14,7	-
Reservas técnicas de seguros	0,0	-	0,0	-	0,0	-	0,0	-	0,0	-	0,0	-	0,0	-
Outros débitos/créditos	39,6	11,8	37,3	11,4	35,6	12,9	34,3	15,6	32,3	16,2	25,6	17,7	34,1	14,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Empresas não financeiras														
Numerário e depósitos	8,7	-	8,9	-	9,3	-	9,6	-	10,2	-	9,2	-	9,3	-
Títulos, exceto ações	4,2	3,2	4,2	2,6	4,0	2,5	3,2	2,1	6,3	3,0	5,0	2,7	4,5	2,7
Empréstimos	4,6	13,0	4,7	13,2	4,5	13,8	1,5	11,6	1,4	17,1	1,2	15,7	3,0	14,1
Ações e outras participações	51,3	49,9	53,2	53,7	57,1	58,0	61,2	64,1	52,6	54,8	58,2	62,3	55,6	57,2

(Continua)

(Continuação)

	2004		2005		2006		2007		2008		2009		Média (2004-2009)	
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P
Reservas técnicas de seguros	0,2	-	0,2	-	0,2	-	0,2	-	0,2	-	0,2	-	0,2	-
Outros débitos/ créditos	30,9	33,8	28,8	30,4	24,9	25,7	24,2	22,2	29,2	25,1	26,2	19,3	27,4	26,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Famílias e ISFLSFs														
Numerário e depósitos	16,7	-	16,2	-	16,9	-	17,6	-	19,9	-	19,9	-	17,9	-
Títulos, exceto ações	3,4	-	4,2	-	4,7	-	4,4	-	9,4	-	8,3	-	5,7	-
Empréstimos	0,7	35,8	0,7	40,0	0,6	44,5	0,5	48,2	0,7	51,2	0,6	51,9	0,6	45,3
Ações e outras participações	30,1	-	33,2	-	37,0	-	38,8	-	31,2	-	33,6	-	34,0	-
Reservas técnicas de seguros	22,9	-	23,8	-	25,2	-	24,8	-	27,6	-	27,0	-	25,2	-
Outros débitos/ créditos	26,1	64,2	21,9	60,0	15,6	55,5	13,9	51,8	11,1	48,8	10,6	48,1	16,5	54,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Resto do mundo														
Ouro monetário e DES	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,5	0,0	-0,2	0,0
Numerário e depósitos	0,7	21,8	0,7	17,7	0,7	12,9	0,5	8,0	0,6	6,5	0,5	6,8	0,6	12,3
Títulos, exceto ações	23,8	26,2	21,5	29,6	17,2	34,6	14,4	44,7	18,5	48,9	16,0	48,9	18,6	38,8
Empréstimos	20,7	0,5	12,9	0,5	12,1	0,5	9,7	7,0	14,9	3,2	9,4	3,5	13,3	2,5
Ações e outras participações	49,7	39,2	60,1	41,7	64,7	43,2	69,7	31,7	55,8	29,5	66,6	30,5	61,1	36,0
Reservas técnicas de seguros	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Outros débitos/ créditos	5,3	12,4	4,8	10,6	5,3	8,8	5,7	8,5	10,2	11,9	8,1	10,3	6,6	10,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

É conveniente retornar agora à tabela 5. Esta mostra que, em todos os instrumentos financeiros (coluna 4), as posições intersetoriais superavam as intrasetoriais – o que não deixa de ratificar, uma vez mais, a abordagem setorial. Em três instrumentos, as posições intrasetoriais eram nulas (ouro monetário e DES; derivativos) ou próximas de zero (reservas técnicas de seguros). Porém, nos

demais instrumentos – que, aliás, têm os maiores pesos na riqueza financeira –, as posições intrassetoriais tinham importância significativa: eram 43,5% dos empréstimos; 38,8% de ações e outras participações; 30% das posições em numerário e depósitos; 27,1% dos outros débitos/créditos; e 11,9% dos títulos.

Os dados de patrimônio não permitem o cálculo das posições intrassetoriais das famílias – não por inexistirem, mas por serem contraídas de modo informal. No caso do resto do mundo, as posições intrassetoriais são, por construção, iguais a zero. Como mostra a tabela 9, essas posições, em 2009, eram particularmente relevantes para as empresas não financeiras (54,9% dos ativos e 42,3% dos passivos) e para as empresas financeiras (48,9% e 47,4%, respectivamente), tendo menor peso no caso da administração pública (23,6% e 19,4%).

TABELA 9

Posições inter e intrassetoriais como razão da posição total (2009)
(Em %)

	Não financeiras		Financeiras		Administração pública	
	A	P	A	P	A	P
Intersetorial	45,1	57,7	51,1	52,6	76,4	80,6
Intrassetorial	54,9	42,3	48,9	47,4	23,6	19,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

Para compreender o significado das posições intrassetoriais, é necessário recorrer, uma vez mais, à comparação entre os valores consolidados da matriz de 2009 e os valores totais das contas de patrimônio.

A maior posição intrassetorial, em termos absolutos (R\$ 1,9 trilhão – tabela 5, no apêndice), era a detida pelas empresas não financeiras em ações e outras participações. Há pelo menos quatro outras formas de aquilatar a importância dessa posição, comparando-a com ativos e passivos *totais*, bem como com as posições ativa e passiva *no instrumento*.⁵⁰

A comparação com os ativos totais é uma evidência das preferências dessas empresas no que concerne à escolha de ativos financeiros. A posição correspondia a 42,0% dos ativos financeiros do setor, superando de longe as participações dos outros itens de maior peso – após débitos/créditos, com 26,2%, ações e outras participações emitidas por empresas financeiras, com 12,0%, e numerário e depósitos, com 9,2%.

50. Não custa lembrar que, em cada setor, ativos e passivos *financeiros* têm valores diferentes e, enquanto o valor dos ativos inclui aplicações no resto do mundo, o valor dos passivos dos setores nacionais abrange a parcela de propriedade de não residentes.

Em segundo lugar, ainda pelo lado do ativo, é possível destacar a predominância (72,2%) dessas posições – que representam injeções de capital – em relação às aplicações no mesmo instrumento em outros setores: 22,0% em empresas financeiras – e em seus fundos de investimento – e 5,8% no resto do mundo.

Em terceiro lugar, os dados mostram a importância dessas injeções de capital no passivo total do setor (32,4%). De fato, trata-se da fonte mais importante, seguida – se abstrairmos o obscuro instrumento outros débitos/créditos, com 19,3% – pelas injeções de capital provenientes do resto do mundo (16,2%) e pelos empréstimos (15,7%).

Em quarto lugar, a razão (51,9%) entre a posição e os passivos em ações e outros instrumentos deixa mais clara a dominância, no instrumento, das relações patrimoniais internas ao setor.

Outras posições intrassetoriais vultosas eram aquelas das empresas financeiras (tabela 6, no apêndice), em ações e participações (17,8% dos ativos e 17,3% dos passivos), em empréstimos (13,3% e 12,9%, respectivamente), em numerário e depósitos (8,4% e 8,2%) e em títulos (7,1% e 6,9%).

No portfólio da administração pública (tabela 7, no apêndice), chamam atenção, pela importância relativa, as posições intrassetoriais em empréstimos e em ações e participações (17,7% do ativo e 14,9% do ativo, respectivamente).⁵¹

A incorporação das posições intrassetoriais não modifica a conclusão à qual se havia chegado a partir da análise da tabela 7, acerca da importância das diferenças estruturais entre os setores institucionais. Na descrição das composições dos portfólios – para uma análise mais detalhada das contas patrimoniais, consulte-se IBGE (2011) –, as maiores diferenças, no que diz respeito à composição do ativo e do passivo, dizem respeito ao setor das empresas financeiras, dada a presença de posições intrassetoriais importantes em todos os principais instrumentos.

4 OBSERVAÇÕES FINAIS

O principal propósito deste texto foi o de mostrar o potencial dos instrumentos analisados: as contas financeira e de patrimônio financeiro e a matriz de patrimônio financeiro.

Identificaram-se alguns fatos estilizados, com relação às interações financeiras, nos planos dos fluxos e dos estoques, entre os setores institucionais. Os números comentados são, certamente, “fatos” – fatos estatísticos, construídos com base em opções metodológicas

51. Em IBGE (2011, p. 15-16), encontra-se a explicação para a presença dos empréstimos nas posições ativas – e passivas: “corresponde às dívidas entre os níveis de governo e aos empréstimos de alguns fundos, como o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o Programa de Integração Social (PIS) (...). Estão considerados também os empréstimos para capitalização de empresas públicas”.

não triviais. Resta ver, invertendo a *boutade* de Solow, se são realmente estilizados: se, em outros termos, o pequeno número de anos até aqui disponível realmente pode ser tomado como um indício de estruturas e comportamentos mais permanentes.

Felizmente, as informações colhidas no IBGE e no Banco Central dão conta de que a divulgação das Contas Nacionais referência 2010, no início de 2015, incluirá os dados financeiros – mais desagregados – para o período 2010-2012. Além disso, o Banco Central passará a publicar a matriz com periodicidade trimestral.

Desagregação e tempestividade na publicação das contas, de um lado, e esforço analítico, de outro, são cruciais para avançar na compreensão da riqueza financeira no Brasil.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, M. S. **Matriz de fluxos de fundos**: definição e harmonização das contas financeiras. Brasília: BCB, nov. 2001. (Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, n. 4). Disponível em: <<http://goo.gl/Nn44J4>>.

BARBOSA-FILHO, N. *et al.* **Fiscal, foreign, and private net borrowing**: widely accepted theories don't closely fit the facts. New York: New School University, 2006. Mimeo. Disponível em: <<http://goo.gl/8Sakgg>>.

BITTENCOURT, J. L. A base de investidores da dívida pública federal no Brasil. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Livro dívida pública**: a experiência brasileira. Brasil: STN; Banco Mundial, 2009.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**. Brasília: STN, dez. 2008.

CAGETTI, M. *et al.* The integrated macroeconomic accounts of the United States. *In*: JORGENSON, J.; LANDEFELD, S.; SCHREYER P. (Orgs.). **Measuring economic sustainability and progress**. Cambridge, MA: NBER, [s.d.]. No prelo. (NBER Book Series Studies in Income and Wealth). Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c12834.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2014.

COPELAND, M. A. Association: tracing money flows through the United States economy. **The American Economic Review**, v. 37, n. 2, p. 31-49, May 1947.

_____. **A study of money flows in the United States**. Cambridge, MA: NBER, 1952.

DOS SANTOS, C. H. Keynesian theorising during hard times: stock-flow consistent models as an unexplored 'frontier' of Keynesian macroeconomics. **Cambridge Journal of Economics**, v. 30, n. 4, p. 541-565, 2006.

DOS SANTOS, C. H. *et al.* **Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil**: 1996-2012. Ipea, 2014. Mimeografado.

EPSTEIN, G. A. **Financialization and the world economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

EUROPEAN COMMISSION; IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND; OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT; UNITED NATIONS; WORLD BANK. **System of national accounts 1993**. Brussels: European Commission; Washington: IMF; Paris: OECD; New York: United Nations; Washington: World Bank, 1993. Disponível em: <<https://goo.gl/hrTMrH>>.

_____. **System of national accounts 2008**. Brussels: European Commission; Washington: IMF; Paris: OECD; New York: UN; Washington: World Bank, 2009.

FED – FEDERAL RESERVE BANK. **Flow of funds in the United States: 1939-1953**. Washington: Fed, Dec. 1955. Disponível em: <<http://goo.gl/DZJYCn>>. Acesso em: 25 set. 2014.

GODLEY, W. **Seven unsustainable processes: medium-term prospects and policies for the United States and the World**. Special Report. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 1999.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTA-TÍSTICA. **Apresentação da nova série do Sistema de Contas Nacionais: referência 2000**. Rio de Janeiro: IBGE, 2007. (Nota Metodológica, n. 1). Disponível em: <<http://goo.gl/7Tqz9K>>. Acesso em: 25 setembro de 2015.

_____. **Conta Financeira e Conta de Patrimônio Financeiro – 2004-2009**. Rio de Janeiro: IBGE, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/fuW4f8>>.

_____. **Implantação da série do SCN: referência 2010**. Rio de Janeiro: IBGE, mar. 2013. (Nota Metodológica, n. 1). Disponível em: <<http://goo.gl/ZvXnoh>>. Acesso em: 25 set. 2014.

_____. **Conta Financeira e Conta de Patrimônio Financeiro**. Rio de Janeiro: IBGE, jun. 2014. (Nota Metodológica, n. 8). Disponível em: <<http://goo.gl/7xwllN>>. Acesso em: 25 set. 2014.

KEYNES, J. M. **How to pay for the war: a radical plan for the Chancellor of the Exchequer**. London: Macmillan, 1940.

LEQUILLER, F.; BLADES, D. **Understanding national accounts**. Paris: OECD, 2006.

FEIJÓ, C. A. *et al.* **Contabilidade social: a nova referência das Contas Nacionais do Brasil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

MASSARO, R. Financial accounts in historical perspective. **Studi e Note di Economia**, v. 16, n. 1, p. 105-114, 2011.

MEADE, J.; STONE, R. The construction of tables of national income, expenditure, savings and investment. **Economic Journal**, v. 51, n. 202-203, p. 216-233, June/Sept. 1941.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven and London: Yale University Press, 1986.

NUNES, E. P. **Sistemas de contas nacionais**: a gênese das contas nacionais modernas e a evolução das contas nacionais no Brasil. 1998. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998. Mimeografado.

RITTER, L. S. An exposition of the structure of the flow-of-funds accounts. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 219-230, May, 1963.

SILVA, A. C. M.; DOS SANTOS, C. H. Peering over the edge of the short period? The Keynesian roots of stock-flow consistent macroeconomic models. **Cambridge Journal of Economics**, v. 35, n. 1, p. 105-124, 2009.

STONE, R. **Measurement of national income and the construction of social accounts**. United Nations: Geneva, 1947. Disponível em: <<http://goo.gl/M1dWlf>>.

SHRESTHA, M.; MINK, R. An integrated framework for financial flows and positions on a from-whom-to-whom basis. *In*: THE IMF-OECD CONFERENCE ON STRENGTHENING SECTORAL POSITION AND FLOW DATA IN THE MACROECONOMIC ACCOUNTS. 2011.

UN – UNITED NATIONS. **A system of national accounts and supporting tables**. Nova York: United Nations, 1953. (Studies in Methods, n. 2).

_____. **A system of national accounts**. New York: United Nations, 1968.

WASSHAUSEN, D. Sectoral balance sheets for nonfinancial assets. *In*: CONFERENCE ON STRENGTHENING SECTORAL POSITION AND FLOW DATA IN THE MACROECONOMIC ACCOUNTS. Washington: IMF/OECD, 28 Feb./2 Mar., 2011. Disponível em: <<http://migre.me/v1TPa>>.

YAMASHITA, T. A guide to the integrated macroeconomic accounts. **Survey of Current Business**, v. 93, n. 4, p. 12-27, Apr. 2013.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

SILVA, A.; CARVALHO, A.; MEDEIROS, O. (Orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: STN, 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/TT3s8o>>.

SITE

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Demonstrações financeiras – 31 de dezembro de 2009**. Disponível em: <<https://goo.gl/CBppKv>>.

APÊNDICE

APÊNDICE ESTATÍSTICO

TABELA A.1

Total da economia (não consolidada): composição do patrimônio financeiro (2004-2009)
(Em R\$ bilhões correntes)

	2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P
Ouro monetário e DES	1,3	-	1,4	-	1,5	-	1,6	-	2,2	-	9,9	-
Numerário e depósitos	1.120,8	1.044,0	1.337,8	1.276,9	1.563,6	1.507,6	1.993,7	1.949,4	2.036,1	1.984,6	2.500,3	2.454,2
Títulos, exceto ações	1.515,4	1.694,9	1.790,9	1.919,5	2.122,7	2.171,6	2.492,0	2.429,0	3.193,9	3.028,6	3.427,9	3.329,2
Públicos	0,0	1.228,1	0,0	1.354,4	0,0	1.473,7	0,0	1.610,6	0,0	1.811,4	0,0	2.083,5
Outros	0,0	466,8	0,0	565,1	0,0	697,9	0,0	818,4	0,0	1.217,2	0,0	1.245,7
Empréstimos	1.423,5	1.666,3	1.612,4	1.757,3	1.887,1	2.041,5	2.264,7	2.375,5	2.827,8	3.038,7	3.370,9	3.517,3
Ações e outras participações	2.666,1	3.101,9	3.328,2	3.847,3	4.154,3	4.776,1	5.160,6	6.085,6	4.577,5	5.198,1	5.742,5	6.739,7
Reservas técnicas de seguros	319,5	320,2	366,5	367,2	427,5	428,4	498,6	499,4	556,6	557,5	636,6	637,3
Outros débitos/créditos	2.110,9	2.125,2	2.189,4	2.202,9	2.168,5	2.192,4	2.331,7	2.367,9	2.580,7	2.633,0	2.574,9	2.642,9
Total dos instrumentos	9.157,4	9.952,5	10.626,5	11.371,1	12.325,2	13.117,5	14.742,8	15.706,9	15.774,9	16.440,5	18.263,1	19.320,6
Memo: dívida pública em poder do Banco Central		302,9		279,7		297,2		359,0		494,3		637,8

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

TABELA A.2

Total da economia (não consolidada): composição do patrimônio financeiro (2004-2009)
(Em %)

	2004		2005		2006		2007		2008		2009		Média	
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P
Ouro monetário e DES	0,01	-	0,01	-	0,01	-	0,01	-	0,01	-	0,05	-	0,02	-
Numerário e depósitos	12,2	10,5	12,6	11,2	12,7	11,5	13,5	12,4	12,9	12,1	13,7	12,7	12,94	11,7
Títulos, exceto ações	16,5	17,0	16,9	16,9	17,2	16,6	16,9	15,5	20,2	18,4	18,8	17,2	17,76	16,9
Públicos	nd	12,3	Nd	11,9	nd	11,2	nd	10,3	nd	11,0	nd	10,8	-	11,3
Outros	nd	4,7	Nd	5,0	nd	5,3	nd	5,2	nd	7,4	nd	6,4	-	5,7
Empréstimos	15,5	16,7	15,2	15,5	15,3	15,6	15,4	15,1	17,9	18,5	18,5	18,2	16,30	16,6
Ações e outras parti- cipações	29,1	31,2	31,3	33,8	33,7	36,4	35,0	38,7	29,0	31,6	31,4	34,9	31,60	34,4
Reservas técnicas de seguros	3,5	3,2	3,4	3,2	3,5	3,3	3,4	3,2	3,5	3,4	3,5	3,3	3,47	3,3
Outros débitos/ créditos	23,1	21,4	20,6	19,4	17,6	16,7	15,8	15,1	16,4	16,0	14,1	13,7	17,92	17,0
Total dos instru- mentos	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Memo														
Títulos públicos/títulos		72,5		70,6		67,9		66,3		59,8		62,6		66,6
Dívida pública em po- der do Banco Central (passivos)		3,0		2,5		2,3		2,3		3,0		3,3		2,7
Dívida pública em po- der do Banco Central (dívida pública)		24,7		20,6		20,2		22,3		27,3		30,6		24,3
Razão instrumentos/ PIB	4,7	5,1	4,9	5,3	5,2	5,5	5,5	5,9	5,2	5,4	5,6	6,0	5,2	5,5

Fonte: Contas Nacionais do IBGE e Banco Central (*Política fiscal: nota para a imprensa*), para a dívida pública em poder do Banco Central.

Elaboração do autor.

TABELA A.3

Total da economia (não consolidada): composição da emissão líquida de passivos (2005-2009)
(Em %)

	2005	2006	2007	2008	2009
Numerário e depósitos	19,8	20,3	27,0	1,8	26,2
Numerário	0,7	1,4	1,0	0,7	0,9
Depósito transferível	5,3	3,6	6,0	-2,6	9,5
Outros depósitos	13,8	15,3	20,0	3,6	15,9
Títulos, exceto ações	23,5	20,8	16,0	29,3	17,5
Curto prazo	5,1	0,6	-2,8	2,7	2,9
Longo prazo	17,8	19,9	17,9	24,0	16,3
Derivativos financeiros	0,6	0,3	0,8	2,7	-1,6
Empréstimos	10,6	25,7	22,0	33,9	30,4
Curto prazo	9,9	11,1	26,5	7,6	16,1
Longo prazo	0,7	14,7	-4,6	26,3	14,3
Ações e outras participações	34,4	27,6	18,7	20,1	18,6
Ações cotadas	1,8	3,2	1,8	2,5	1,9
Ações não cotadas e outras participações	13,8	8,1	6,6	17,2	7,0
Participações em fundos de investimento	18,7	16,3	10,3	0,3	9,7
Reservas técnicas de seguros	3,3	4,1	3,2	3,2	3,2
Reservas de seguros de vida e de fundos de pensão	2,9	3,7	2,9	2,9	2,9
Reservas para prêmios e sinistros	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
Outros débitos/créditos	8,4	1,5	13,1	11,8	4,1
Créditos comerciais e adiantamentos	3,1	6,6	6,8	5,4	3,1
Outros	5,4	-5,1	6,3	6,4	1,0

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.
Elaboração do autor.

TABELA A.4
Setores institucionais: estrutura patrimonial (2004-2009)
(Em R\$ milhões correntes)

	2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Empresas não financeiras												
Total dos instrumentos	2.377.768	3.536.057	2.824.646	3.974.336	3.347.136	4.560.828	3.915.178	5.390.525	3.760.455	4.961.657	4.549.030	5.909.573
Saldos (AF-P)		-1.158.289		-1.149.690		-1.213.692		-1.475.347		-1.201.202		-1.360.543
Numerário e depósitos	206.243	0	251.974	0	309.693	0	376.525	0	384.980	0	419.489	0
Títulos, exceto ações	100.487	112.963	119.637	102.919	134.891	112.895	126.394	112.245	237.056	150.171	225.844	158.420
Empréstimos	110.422	461.218	131.772	525.944	150.822	631.532	60.497	623.058	52.801	847.763	52.543	926.026
Ações e outras participações	1.220.302	1.765.791	1.502.395	2.135.830	1.911.030	2.646.442	2.396.197	3.458.017	1.979.847	2.717.848	2.646.984	3.682.728
Reservas técnicas de seguros	4.932	0	5.962	0	6.797	0	7.766	0	8.941	0	10.150	0
Outros débitos/ créditos	735.382	1.196.085	812.906	1.209.642	833.903	1.169.959	947.800	1.197.205	1.096.830	1.245.875	1.194.021	1.142.399
Empresas financeiras												
Total dos instrumentos	3.583.710	3.895.444	4.311.841	4.668.718	5.206.426	5.578.214	6.575.071	6.983.161	7.693.613	7.641.214	8.758.842	9.050.316
Saldos (AF-P)	0	-311.734	0	-356.877	0	-371.788	0	-408.090	0	52.400	0	-291.474
Ouro monetário e DES	1.266	0	1.364	0	1.477	0	1.599	0	2.199	0	9.896	0
Numerário e depósitos	304.063	1.043.951	372.520	1.276.854	465.937	1.507.587	694.563	1.949.449	668.714	1.984.630	773.401	2.454.240
Títulos, exceto ações	1.326.974	353.833	1.560.859	462.168	1.861.593	584.957	2.223.775	706.172	2.693.088	1.067.019	2.937.359	1.087.262
Empréstimos	841.937	492.879	1.008.614	472.086	1.250.449	580.645	1.714.618	846.081	2.195.723	1.109.865	2.652.446	1.433.464
Ações e outras participações	814.491	1.336.120	1.058.454	1.711.510	1.300.690	2.129.620	1.611.420	2.627.549	1.625.159	2.480.253	1.924.842	3.056.933
Reservas técnicas de seguros	1.481	320.214	1.640	367.179	2.196	428.366	2.358	499.388	2.834	557.529	2.958	637.350
Outros débitos/ créditos	293.497	348.447	308.389	378.920	324.083	347.038	326.737	354.522	505.897	441.918	457.940	381.068

(Continua)

(Continuação)

	2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Administração pública												
Total dos instrumentos	1.828.920	1.980.442	1.981.028	2.103.258	2.113.076	2.294.311	2.285.409	2.514.400	2.345.987	2.850.115	2.644.611	3.212.520
Saldos (AF-P)	0	-151.522	0	-122.231	0	-181.235	0	-228.990	0	-504.129	0	-567.910
Numerário e depósitos	381.815	0	468.331	0	508.466	0	577.239	0	589.174	0	847.761	0
Títulos, exceto ações	40.952	1.228.089	46.864	1.354.435	49.003	1.473.729	55.751	1.610.597	77.214	1.811.407	72.176	2.083.490
Empréstimos	461.639	518.530	461.982	509.666	475.311	524.735	479.045	511.480	565.569	575.770	652.978	561.422
Ações e outras participações	219.413	0	265.632	0	328.748	0	389.841	0	355.756	0	393.492	0
Reservas técnicas de seguros	142	0	172	0	196	0	224	0	258	0	292	0
Outros débitos/ créditos	724.958	233.824	738.048	239.157	751.352	295.847	783.310	392.322	758.015	462.939	677.911	567.609
Famílias e ISFLSs												
Total dos instrumentos	1.367.009	540.543	1.509.005	624.785	1.658.568	684.147	1.967.156	818.788	1.974.887	987.557	2.310.638	1.148.176
Saldos (AF-P)	0	826.466	0	884.221	0	974.421	0	1.148.367	0	987.330	0	1.162.463
Numerário e depósitos	228.661	0	244.935	0	279.529	0	345.326	0	393.236	0	459.699	0
Títulos, exceto ações	46.959	0	63.536	0	77.207	0	86.111	0	186.579	0	192.536	0
Empréstimos	9.514	193.655	10.004	249.627	10.552	304.596	10.537	394.890	13.753	505.328	12.942	596.345
Ações e outras participações	411.859	0	501.726	0	613.804	0	763.093	0	616.752	0	777.222	0
Reservas técnicas de seguros	312.953	0	358.734	0	418.359	0	488.274	0	544.593	0	623.211	0
Outros débitos/ créditos	357.063	346.889	330.071	375.158	259.117	379.551	273.815	423.899	219.974	482.229	245.027	551.831
Resto do mundo												
Total dos instrumentos	1.183.494	388.415	1.133.776	389.198	1.298.422	506.128	1.628.887	664.828	1.614.107	948.506	1.870.279	812.815
Saldos (AF-P)	0	795.079	0	744.577	0	792.293	0	964.060	0	665.601	0	812.815
Ouro monetário e DES	-1.266	0	-1.364	0	-1.477	0	-1.599	0	-2.199	0	-9.896	0
Numerário e depósitos	7.824	84.655	7.858	68.764	9.415	65.452	8.847	53.050	9.823	61.298	9.060	55.170
Títulos, exceto ações	281.205	101.693	243.889	115.261	223.808	174.921	234.467	297.484	298.237	463.578	298.572	397.314
Empréstimos	244.521	1.752	146.806	1.854	157.042	2.669	157.616	46.806	241.215	30.335	175.061	28.714
Ações e outras participações	588.038	152.192	681.367	162.234	840.416	218.627	1.135.865	210.850	900.681	280.094	1.244.980	247.858
Reservas técnicas de seguros	706	0	671	0	817	0	766	0	904	0	738	0
Outros débitos/ créditos	62.465	48.122	54.549	41.085	68.400	44.459	92.925	56.638	165.444	113.201	151.765	83.758

Fonte: Contas Nacionais do IBGE.

Elaboração do autor.

**TABELA A.5
Empresas não financeiras: ativos e passivos financeiros (2009)**

	R\$ milhões		A e P totais (%)		Instrumento (%)	
	A	P	A (%)	P (%)	A	P
Empresas não financeiras						
Numerário e depósitos	419.489	-	9,2	-	100,0	-
Títulos, exceto ações	225.844	158.420	5,0	2,7	100,0	100,0
Outros setores	219.886	152.934	4,8	2,6	97,4	96,5
Financeiras	204.876	113.236	4,5	1,9	90,7	71,5
Administração pública	13.581	170	0,3	-	6,0	0,1
Famílias	-	968	-	-	0,0	0,6
Resto do mundo	1.429	38.560	-	0,7	0,6	24,3
Derivativos – resto do mundo	471	-	-	0,0	0,2	0,0
Intrasetorial	5.487	5.487	0,1	0,1	2,4	3,5
Empréstimos	52.543	926.026	1,2	15,7	100,0	100,0
Outros setores	40.536	914.019	0,9	15,5	77,1	98,7
Financeiras	11.031	841.565	0,2	14,2	21,0	90,9
Administração pública	-	-	-	-	-	-
Famílias	29.057	12.007	0,6	0,2	55,3	1,3
Resto do mundo	448	60.447	-	1,0	0,9	6,5
intrasetorial	12.007	12.007	0,3	0,2	22,9	1,3
Ações e outras participações	2.646.984	3.682.728	58,2	62,3	100,0	100,0
Outros setores	735.215	1.770.959	16,2	30,0	27,8	48,1
Financeiras	582.817	323.840	12,8	5,5	22,0	8,8
Administração pública	-	274.467	-	4,6	-	7,5
Famílias	-	213.081	-	3,6	-	5,8
Resto do mundo	152.398	959.571	3,4	16,2	5,8	26,1
Intrasetorial	1.911.769	1.911.769	42,0	32,4	72,2	51,9
Reservas técnicas de seguros	10.150	-	0,2	-	100,0	-
Outros débitos/créditos	1.194.021	1.142.399	26,2	19,3	100,0	100,0
Outros setores	624.969	573.347	13,7	9,7	52,3	50,2
Financeiras	46.845	83.212	1,0	1,4	3,9	7,3
Administração pública	246.240	268.720	5,4	4,5	20,6	23,5
Famílias	249.601	91.286	5,5	1,5	20,9	8,0
Resto do mundo	82.283	130.128	1,8	2,2	6,9	11,4
Intrasetorial	569.052	569.052	12,5	9,6	47,7	49,8
Total						
Não consolidado	4.549.030	5.909.573	100,0	100,0		
Consolidado	2.050.715	3.411.258	45,1	57,7		
Intrasetorial	2.498.315	2.498.315	54,9	42,3		

Fonte: IBGE.
Elaboração do autor.

TABELA A.6
Empresas financeiras: ativos e passivos financeiros (2009)

Empresas financeiras	R\$ milhões		A e P totais (%)		Instrumento (%)	
	A	P	A	P	A	P
Ouro monetário e DES	9.896	0	0,1	-	100,0	-
Numerário e depósitos	773.401	2.454.240	8,8	27,1	100,0	100,0
Outros setores	34.221	1.715.060	0,4	19,0	4,4	69,9
Administração pública	-	847.747	-	9,4	-	34,5
Empresas não financeiras	-	407.211	-	4,5	-	16,6
Famílias	-	451.041	-	5,0	-	18,4
Resto do mundo	34.221	9.060	0,4	0,1	4,4	0,4
Intrasetorial	739.180	739.180	8,4	8,2	95,6	30,1
Titulos, exceto ações	2.937.359	1.087.262	33,5	12,0	100,0	100,0
Outros setores	2.316.054	460.079	26,4	5,1	78,8	42,3
Administração pública	1.808.582	-	20,6	-	61,6	-
Empresas não financeiras	113.236	204.876	1,3	2,3	3,9	18,8
Famílias	-	183.728	-	2,0	-	16,9
Resto do mundo	394.236	71.475	4,5	0,8	13,4	6,6
Derivativos – resto do mundo	63	5.941	0,0	0,1	0,0	0,5
Intrasetorial	621.242	621.242	7,1	6,9	21,1	57,1
Empréstimos	2.652.446	1.433.464	30,3	15,8	100,0	100,0
Outros setores	1.489.096	270.114	17,0	3,0	56,1	18,8
Administração pública	57.743	181.504	0,7	2,0	2,2	12,7
Empresas não financeiras	841.565	11.031	9,6	0,1	31,7	0,8
Famílias	566.408	-	6,5	-	21,4	-
Resto do mundo	23.381	77.579	0,3	0,9	0,9	5,4
Intrasetorial	1.163.350	1.163.350	13,3	12,9	43,9	81,2
Ações e outras participações	1.924.842	3.056.933	22,0	33,8	100,0	100,0
Outros setores	362.641	1.494.733	4,1	16,5	18,8	48,9
Administração pública	0	116.714	0,0	1,3	0,0	3,8
Empresas não financeiras	323.840	582.817	3,7	6,4	16,8	19,1
Famílias	0	509.793	0,0	5,6	0,0	16,7
Resto do mundo	38.802	285.409	0,4	3,2	2,0	9,3
Intrasetorial	1.562.200	1.562.200	17,8	17,3	81,2	51,1
Reservas técnicas de seguros	2.958	637.350	0,03	7,0	100,0	100,0
Outros setores	-	634.392	-	7,0	-	99,5
Administração pública	-	292	-	0,003	-	0,0

(Continua)

(Continuação)

	R\$ milhões		A e P totais (%)		Instrumento (%)	
	A	P	A	P	A	P
Empresas financeiras						
Empresas não financeiras		10.150		0,1		1,6
Famílias	-	623.211	-	6,9	-	97,8
Resto do mundo	-	738	-	0,0	-	0,1
Intrasetorial	2.958	2.958	0,03	0,03	100,0	0,5
Outros débitos/créditos	457.940	381.068	5,2	4,2	100,0	100,0
Outros setores	260.861	183.989	3,0	2,0	57,0	48,3
Administração pública	130.985	68.064	1,5	0,8	28,6	17,9
Empresas não financeiras	83.212	46.845	1,0	0,5	18,2	12,3
Famílias	45.189	47.710	0,5	0,5	9,9	12,5
Resto do mundo	1.475	21.370	0,0	0,2	0,3	5,6
Intrasetorial	197.079	197.079	2,3	2,2	43,0	51,7
Total						
Não consolidado	8.758.842	9.050.316	100,0	100,0		
Consolidado	4.472.770	4.758.366	51,1	52,6		
Intrasetorial	4.286.073	4.291.950	48,9	47,4		

Fonte: IBGE.
Elaboração do autor.

TABELA A.7
Famílias e ISFLSFs: ativos e passivos financeiros (2009)

	R\$ milhões		A e P totais (%)		Instrumento (%)	
	A	P	A	P	A	P
Numerário e depósitos	459.699	-	19,9	-	100,0	-
Títulos, exceto ações	192.536	-	8,3	-	100,0	-
Outros setores	192.328	-	8,3	-	99,9	-
Financeiras	183.728	-	8,0	-	95,4	-
Administração pública	6.725	-	0,3	-	3,5	-
Empresas não financeiras	968	-	0,0	-	0,5	-
Resto do mundo	907	-	0,0	-	0,5	-
Derivativos – resto do mundo	207	-	0,0	-	0,1	-
Intrasetorial	8.600	-	0,4	-	4,5	-
Empréstimos	12.942	596.345	0,6	51,9	100,0	100,0
Outros setores	12.942	596.345	0,6	51,9	100,0	100,0
Financeiras	-	566.408	-	49,3	-	95,0
Administração pública	-	50	-	0,0	-	0,0

(Continua)

(Continuação)

	R\$ milhões		A e P totais (%)		Instrumento (%)	
	A	P	A	P	A	P
Empresas não financeiras	12.007	29.057	0,5	2,5	92,8	4,9
Resto do mundo	935	830	0,0	0,1	7,2	0,1
Intrasetorial	-	-	-	-	-	-
Ações e outras participações	777.222	-	33,6	-	100,0	-
Outros setores	777.222	-	33,6	-	100,0	-
Financeiras	509.793	-	22,1	-	65,6	-
Administração pública	-	-	-	-	-	-
Empresas não financeiras	213.081	-	9,2	-	27,4	-
Resto do mundo	54.348	-	2,4	-	7,0	-
Intrasetorial	-	-	-	-	-	-
Reservas técnicas de seguros	623.211	-	27,0	-	100,0	-
Outros setores	623.211	-	27,0	-	100,0	-
Financeiras	623.211	-	27,0	-	100,0	-
Intrasetorial	-	-	-	-	-	-
Outros débitos/créditos	245.027	551.831	10,6	48,1	100,0	100,0
Outros setores	245.027	551.831	10,6	48,1	100,0	100,0
Financeiras	47.710	45.189	2,1	3,9	19,5	8,2
Administração pública	106.031	256.987	4,6	22,4	43,3	46,6
Empresas não financeiras	91.286	249.601	4,0	21,7	37,3	45,2
Resto do mundo	-	54	-	0,0	-	0,0
Intrasetorial	-	-	-	-	-	-
Total						
Não consolidado	2.310.638	1.148.176	100,0	100,0	-	-
Consolidado	2.310.638	1.148.176	100,0	100,0	-	-
Intrasetorial	0	0	0,0	0,0	-	-

Fonte: IBGE.
Elaboração do autor.

**TABELA A.8
Administração pública: ativos e passivos financeiros (2009)**

Administração pública	R\$ milhões		A e P totais (%)		Instrumento (%)	
	A	P	A	P	A	P
Numerário e depósitos	847.761	-	32,1	-	100,0	-
Titulos, exceto ações	72.176	2.083.490	2,7	64,9	8,5	100,0
Outros setores	170	2.011.484	0,0	62,6	0,0	96,5
Financeiras	-	1.808.582	-	56,3	-	86,8
Banco Central	-	637.815	-	19,9	-	30,6
Empresas não financeiras	170	13.581	0,0	0,4	0,0	0,7
Famílias	-	6.725	-	0,2	-	0,3
Resto do mundo	-	182.596	-	5,7	-	8,8
Intrasetorial	72.006	72.006	2,7	2,2	8,5	8,5
Empréstimos	652.978	561.422	24,7	17,5	100,0	100,0
Outros setores	185.504	93.948	7,0	2,9	28,4	16,7
Financeiras	181.504	57.743	6,9	1,8	27,8	10,3
Empresas não financeiras	-	-	-	-	-	-
Famílias	50	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto do mundo	3.950	36.205	0,1	1,1	0,6	6,4
Intrasetorial	467.474	467.474	17,7	14,6	71,6	83,3
Ações e outras participações	393.492	-	14,9	-	100,0	-
Reservas técnicas de seguros	292	-	0,0	-	100,0	-
Outros débitos/créditos	677.911	567.609	25,6	17,7	100,0	100,0
Outros setores	593.771	483.469	22,5	15,0	87,6	85,2
Financeiras	68.064	130.985	2,6	4,1	10,0	23,1
Empresas não financeiras	268.720	246.240	10,2	7,7	39,6	43,4
Famílias	256.987	106.031	9,7	3,3	37,9	18,7
Resto do mundo	-	213	-	0,0	-	0,0
Intrasetorial	84.140	84.140	3,2	2,6	12,4	14,8
Total						
Não consolidado	2.644.611	3.212.520	100,0	100,0	-	-
Consolidado	2.020.991	2.588.900	76,4	80,6	-	-
Intrasetorial	623.620	623.620	23,6	19,4	-	-

Fonte: IBGE.
Elaboração do autor.

O QUE MOSTRAM AS DEMONSTRAÇÕES? BALANÇOS E RESULTADOS DOS BANCOS CENTRAIS

Antonio Carlos Macedo e Silva¹

1 INTRODUÇÃO

“Toda venda é uma compra”. O truísmo é tipicamente (e não sem proveito) proferido por economistas, para mostrar que o fato econômico básico em uma economia mercantil é uma relação entre duas partes: o fluxo que é despesa para o comprador é receita para o vendedor.

A verdade do truísmo é, porém, parcial. Mais sagazes que os economistas são, talvez, os contadores, quando observam que toda operação mercantil suscita, de imediato, não menos que quatro entradas: a despesa reduz a riqueza líquida do comprador, ao mesmo tempo em que agrega recursos monetários ao portfólio do vendedor. A imagem simples de dois agentes privados que, isolados, celebram a liberdade (quicá a santidade) do contrato (ainda que *spot* e informal) é um fotograma de um longa. Nele, já aparecem agências do Estado e instituições financeiras.

O Estado, em sua face de autoridade monetária, define a unidade de conta e o ativo – a moeda estatal – cuja transferência sacramenta a transação (Keynes, 1971). Ao mesmo tempo em que emite esse ativo, supervisiona sua circulação entre os bancos, ocupando o posto central no sistema de pagamentos e compensações.

O poder de compra exercido pelo demandante terá sido, talvez, criado por seu banco, na forma de um empréstimo – um depósito de moeda escritural privada em sua conta bancária. A proverbial compra e venda será, porém, saldada em moeda “sonante” (*e estatal*),² ou mediante a transferência do depósito, a qual implica o movimento de reservas (em moeda escritural, mas agora estatal) entre as contas que os bancos mantêm junto à autoridade monetária. Talvez sobre a transação incidam impostos, recolhidos em algum momento às contas bancárias do Tesouro, entre as quais sua própria conta junto à autoridade monetária.

1. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp) e pesquisador no Ipea em seu subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD).

2. Ou “do” Banco Central.

Ampliado o foco – e prolongado o filme – aparecerão, num curto período, milhões de *transactors* e bilhões de transações, com reflexos importantes nas contas (e nas ações) das instituições financeiras privadas, bem como nas contas das autoridades fiscal e monetária.

O objeto deste texto é a autoridade monetária, concentrada, na maioria dos países, por razões históricas e em certa medida circunstanciais, numa instituição que leva o nome (um pouco enganoso) de “*banco* central”. O objetivo final da pesquisa é o Banco Central do Brasil (BCB), que será tratado em um texto posterior.

Não faltam estudos sobre o papel contemporâneo dos bancos centrais, às vezes vistos como o *locus*, por excelência, da definição e administração da política macroeconômica.

Mais incomum é o (árduo) caminho aqui proposto: o estudo das demonstrações financeiras dos bancos centrais. Até onde vai nosso conhecimento, essa intrincada peça contábil não tem recebido a atenção da comunidade acadêmica. Entretanto, os balanços dos bancos centrais são uma fonte muito rica de informações acerca das imbricações entre agentes públicos e privados. Os balanços refletem decisões privadas de residentes e não residentes, assim como expressam opções de política pública. A conjunção de ambas pode implicar grandes e rápidas mudanças, tanto na composição quanto no próprio volume de ativos e passivos do Banco Central, com as devidas contrapartidas nos portfólios dos bancos e outros agentes, financeiros e não financeiros. O Banco Central, afinal, pode criar riqueza financeira (como os bancos privados) de forma instantânea e (como nenhum outro agente) em princípio ilimitada.

Uma demonstração prática dessa possibilidade foi, é claro, o crescimento vertiginoso do portfólio de vários bancos centrais, em resposta à crise financeira iniciada em 2007 – daí, aliás, o grande aumento da literatura internacional que explora o balanço dos bancos centrais. No Brasil, o crescimento foi, de 2006 a 2014, de 10 pontos percentuais (p.p.) do produto interno bruto (PIB).

Após esta introdução, a primeira parte do texto aborda algumas especificidades da autoridade monetária, considerada como um banco; a segunda apresenta o balanço patrimonial do Banco Central e explora o modo como esse balanço reflete os chamados choques “autônomos”, bem como a atuação do banco como fonte da liquidez requerida pelo sistema bancário ou destino da liquidez que este não deseja reter; a terceira trata, rapidamente, das conexões entre os estoques (registrados no balanço patrimonial) e os fluxos (contabilizados no resultado) do Banco Central; mostra-se que, para a determinação do resultado, conexões de natureza institucional (materializadas em regras contábeis) podem ser tão importantes quanto conexões de natureza econômica. Segue-se uma breve conclusão.

2 A AUTORIDADE MONETÁRIA ENQUANTO “BANCO”

O truísmo que abre este texto desdobra-se, com facilidade, na ideia (ainda mais enganosa) de senso comum pela qual só a renda (que resulta da venda de bens ou serviços) gera poder de compra. Nessa visão, o crédito concedido ao agente deficitário provém do agente que poupa parte de sua renda. O banco é apenas o providencial intermediário.

Escapa ao senso comum o fato de que todos os bancos (comerciais) são criadores natos³ de poder de compra. Criam meios de pagamento, *ad hoc* e *ex nihilo* (mas não *ad infinitum*), ao adquirir ativos e creditar os valores devidos na conta dos correntistas. Entre estes ativos, estão, muito especialmente, os compromissos contratuais, assumidos pelos devedores, de pagar, no futuro, e com juros, os empréstimos que ora tomam.

Há condicionantes e restrições de natureza econômica e institucional, internas e externas aos bancos, à sua capacidade de criação de meios de pagamento. Uma restrição básica advém do fato de que as despesas realizadas pelos agentes creditados determinam, em alguma proporção, a transferência de reservas bancárias de uma instituição financeira a outra⁴ e a conversão de parte dos depósitos em moeda sonante – ou, de forma mais precisa e contemporânea, papel-moeda.⁵

Cada banco, individualmente, procura suprir suas eventuais necessidades desses ativos mediante a oferta de remuneração atraente a proprietários de recursos líquidos, que são, não raro, outros bancos. Só a autoridade monetária, porém, é capaz de suprir o crescimento da demanda coletiva dos bancos⁶ pela moeda estatal, na forma de reservas bancárias ou de meio circulante (que, agregados, correspondem ao conceito de base monetária ou *high-powered money*).

Outra restrição importante diz respeito à busca, pelo banco, de uma combinação adequada entre lucratividade e risco. *Ceteris paribus*, a primeira aumenta com a alavancagem; maior a alavancagem, porém, maior o risco de que a desvalorização dos ativos adquiridos venha a quebrar a instituição, tornando negativo seu patrimônio líquido.

A autoridade monetária não está sujeita a essas duas restrições (como a outras tantas que se aplicam aos bancos). Aqui, as aparências enganam – ainda que importem. Esta é a mensagem de um texto recente de pesquisadores do Bank

3. Por delegação, é claro, da autoridade monetária.

4. Por intermédio de um sistema de pagamentos e compensações que, quando não é propriedade do Banco Central, é por ele supervisionado.

5. Restrições institucionais compreendem, por exemplo, os depósitos compulsórios e as exigências de Basileia, que restringem a alavancagem, por meio de uma razão máxima entre o valor dos ativos (ponderados pelo risco) e o do capital (cuja definição tem variado no tempo) do banco. Essas restrições, é claro, são obviadas pela política monetária, pelo próprio crescimento do capital próprio dos bancos e por inovações financeiras (ver, por exemplo, Lavoie, 2014).

6. Influenciada por grande número de fatores, entre os quais o próprio crescimento da economia. Ver adiante.

for International Settlements (BIS). A autoridade monetária assume em geral a aparência de um banco. Como qualquer banco, publica suas demonstrações financeiras, contendo balanço e demonstração de lucros e perdas; toma empréstimos e faz empréstimos; ostenta um portfólio com aplicações financeiras diversificadas. Mas a “estrutura de banco”,⁷ embora “conveniente para uma autoridade monetária (...) é também fonte de confusão” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 8), mesmo para economistas e agentes do mercado financeiro, tantas vezes modelados como a encarnação da racionalidade substantiva.

A confusão consiste em avaliar o Banco Central com base na métrica aplicada aos demais bancos. O portfólio do Banco Central, porém, é um portfólio como nenhum outro. Só o Banco Central salda suas aquisições com a emissão de um passivo de produção gratuita,⁸ não remunerado e irredimível, por ser imediatamente reconhecido pelos agentes como a expressão definitiva do poder de compra. Detendo o monopólio da emissão de moeda estatal, a autoridade monetária não pode quebrar. Certamente é “inquebrável” se a moeda que emite tem aceitação internacional; se não tem (como para a maioria dos países), será igualmente “inquebrável” enquanto não tiver passivo líquido denominado em moedas externas, as quais (obviamente) é incapaz de emitir.

Pareceria, então, que o Banco Central tem certa propensão à “grandeza” e que está fadado a ser lucrativo. De fato, não há limites óbvios à sua capacidade de adquirir ativos, financiando essas compras (e os eventuais prejuízos com operações passadas) com a emissão de moeda. Entretanto, o negócio financeiro, longe de ser monopólio estatal, inclui territórios tão ciosamente ocupados pelos agentes privados quanto protegidos pelos próprios bancos centrais. A institucionalidade contemporânea restringe o escopo das operações do Banco Central; restringe, com zelo particularmente ostensivo, o acesso direto, por outras agências públicas,⁹ à cornucópia de poder de compra outorgada pelo próprio Estado à autoridade monetária.¹⁰ De forma geral, os bancos centrais contemporâneos deixaram de

7. Os autores observam que, embora também emprestem e tomem emprestado, os Tesouros em geral não publicam balanços ou apresentam uma “estrutura de banco”.

8. Se abstrairmos o (irrelevante) custo de produção da moeda sonante.

9. Conquanto haja exceções, mesmo em países desenvolvidos, como no Canadá: “o Canadá é o único entre os países soberanos pesquisados no qual o Banco Central pode participar dos leilões sem restrições e não como um ‘participante-extra’ (...) O Banco do Canadá participou em até 15% dos leilões de títulos nominais e em até 25% daqueles de notas do Tesouro” (tradução nossa). Do original: “*Canada is unique among the sovereigns investigated in that the Central Bank can participate at auction without restriction and not as an add-on (...) The Bank of Canada participated up to 15 percent in nominal bond auctions and up to 25 percent for treasury bill auctions*” (DFC, 2011, apud Lavoie, 2013, p. 16). Ver, também, Lavoie (2014, cap. 4).

10. Na síntese (sempre instigante) de Goodhart (2010, p. 9), a essência da atuação do banco central consiste em administrar a liquidez, usando a maleabilidade de seu balanço para garantir a estabilidade financeira, no suprimento regular (e coletivo) de liquidez e no suprimento a instituições específicas, como emprestador em última instância. As duas funções adicionais consistem na manutenção da estabilidade dos preços e em “dar suporte às necessidades de financiamento do Estado em tempos de crise, mas restringir o abuso do poder financeiro do Estado em tempos de normalidade” (tradução nossa). Do original: “*support the state’s financing needs at times of crisis, but in normal times to constrain misuse of the state’s financial power*” (Goodhart, 2010, p. 1).

ter funções “de fomento”, pelas quais puderam, no passado, realizar empréstimos diretos a setores não financeiros.

As funções remanescentes dos bancos centrais, porém, podem perfeitamente conduzir a processos nos quais, com a anuência (ou sob os aplausos) do setor privado, o balanço patrimonial da entidade estatal se avoluma, crescendo em relação ao produto agregado ou em relação à riqueza financeira privada.

Essas funções são igualmente compatíveis com a (e muitas vezes conducentes à) realização de resultados negativos vultosos e recorrentes.¹¹ Mas, no caso do Banco Central, não vale a conexão entre patrimônio líquido negativo e quebra. De forma geral, lembra o mesmo texto do BIS, os bancos centrais não estão submetidos à lei de falências ou às exigências de capital mínimo. Os prejuízos do Banco Central nunca *precisam* ser saldados por meio da liquidação dos ativos que ainda tenham valor de mercado: seus compromissos correntes podem ser cobertos pela emissão de moeda (a qual, para alguns, pode ser entendida como uma *capitalização* do banco, já que se trata de um passivo não resgatável). O Banco Central pode ser, ainda, recapitalizado (como tem ocorrido no Brasil) pelo governo. Ou pode, finalmente, seguir operando normalmente, ainda que com patrimônio líquido negativo, como tem ocorrido com vários bancos centrais, e por longos períodos.¹²

Mas as aparências importam, mesmo que falsas. Nas palavras de Jaime Caruana, diretor-geral do BIS desde 2009,

Os bancos centrais não são bancos comerciais (...) O problema é que nem todos compreendem que o patrimônio líquido de um banco central pode ser negativo sem qualquer razão para alarme. Mas os mercados podem reagir mal, com base na *crença equivocada* de que as perdas implicam perda de eficácia das políticas (tradução nossa, grifos nossos).¹³

Chama atenção o tranquilo desprendimento (sem prejuízo da propriedade) com que os pragmáticos pesquisadores do BIS descartam um dos pilares da reflexão macroeconômica *mainstream*: a hipótese dos mercados eficientes. É *porque* os mercados (além de muitos economistas e políticos) parecem incapazes de compreender a natureza da autoridade monetária que, mergulhando na crescente literatura sobre o tema da adequação do capital do Banco Central, Archer e Moser-Boehm (2013)

11. Antes do século XX, a busca de rentabilidade era um objetivo de todos os bancos centrais. O *survey* realizado pelo BIS junto a 47 bancos centrais revela que, hoje, a geração de lucros não está entre os objetivos de nenhum deles (BIS, 2009a).

12. “Claramente, não se pode assumir que os bancos centrais são lucrativos por natureza. Existem muito contraexemplos (...) Mesmo em tempos de normalidade, a lucratividade de longo prazo é tênue para muitos bancos centrais” (tradução nossa). Do original: “Clearly, it cannot be the case that central banks are profitable by nature. There are too many counterexamples (...) Even in normal times, long-run profitability is tenuous for many central banks” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 15).

13. Do original: “Central banks are not commercial banks (...) The problem is that not everyone appreciates that a central bank’s accounting equity can be negative without any reason for alarm bells to ring. Markets may instead react badly in the false belief that losses imply a loss of policy effectiveness” (Caruana, 2013, p. 1).

embrenham-se na análise da elusiva noção de “força financeira” (*financial strength*), cujo papel central seria o de... tranquilizar mercados assombradiços. Essa força financeira resultaria, de um lado, de um (igualmente elusivo) “patrimônio líquido compreensivo positivo”;¹⁴ resultaria, de outro, de características institucionais, que vão das políticas de transferência de risco do Banco Central às regras de distribuição de lucros, passando pelas práticas contábeis de lançamento do valor de ativos e passivos, de reconhecimento de perdas e ganhos e de constituição de reservas.¹⁵

No Brasil, como se verá em texto posterior, a política de acumulação de reservas cambiais suscitou, em 2008, mudanças institucionais importantes (MP nº 435 e Lei nº 11.803) cujo objetivo foi, exatamente, o de manter a (falsa) aparência do Banco Central como um banco entre outros.

É interessante retomar, agora, o tema das funções do Banco Central, mostrando como (mais umas do que outras) essas funções se revelam no balanço e nos resultados da instituição.

3 O BALANÇO DO BANCO CENTRAL E A POSIÇÃO DE LIQUIDEZ DO SISTEMA BANCÁRIO

A lista das funções tipicamente associadas à autoridade monetária é matéria básica dos manuais de macroeconomia: o Banco Central, à parte de deter o monopólio da emissão de moeda estatal, executa a política monetária (e possivelmente a cambial, sendo com frequência depositário e gestor das reservas oficiais); é o banco (e o supervisor) dos bancos: mantém depósitos e provê liquidez; contribui para a infraestrutura financeira (por exemplo, administrando o sistema interbancário de pagamentos e realizando a compensação das operações com a moeda estatal); embora (em geral) proibido de lhe fazer empréstimos diretos, é ainda o “banco do governo”, que nele mantém uma conta (não necessariamente a única ou a mais importante); zela pela estabilidade do sistema financeiro (e, mediante instrumentos e medidas excepcionais, restaura essa estabilidade, em caso de crise financeira); promove o desenvolvimento dos mercados financeiros etc.

14. Um “patrimônio líquido global positivo” (*positive comprehensive net worth*) seria o produto de uma igualmente positiva “renda líquida estrutural” (*structural net income*), calculada a partir do valor presente esperado dos rendimentos futuros, líquido do valor presente esperado dos custos futuros (incluindo os fluxos associados a ativos e passivos não registrados no balanço; Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 9).

15. Convém ressaltar que, como outros analistas (para uma análise aplicada ao caso brasileiro ver, por exemplo, Carvalho Junior, 2011), Archer e Moser-Boehm (2013, p. 59) acreditam que “Se os políticos equivocadamente interpretam que a fraqueza financeira significa que o banco central depende de um resgate para a continuidade da política econômica, as relações de poder estão sujeitas a serem afetadas. Buscar junto ao governo uma recapitalização seria, então, uma faca de dois gumes. O mero ato de buscá-la daria aos políticos eleitos uma autoridade que havia sido propositalmente delegada ao banco central” (tradução nossa). Do original: “*If politicians misinterpret financial weakness as meaning that the central bank is now dependent on them for a bailout if policymaking is to continue, the power relationship is likely to be affected. Seeking a recapitalization from the government would then be a double-edged sword. The mere act of seeking one might give up to elected politicians an authority that had been purposefully delegated to the central bank*”. Os autores parecem não levar em conta a possibilidade de um arranjo no qual os prejuízos do Banco Central são rápida e sistematicamente transferidos ao Tesouro, como no Brasil, desde 2008.

Os manuais, porém, não podem fazer justiça à complexidade das funções (que podem ser desdobradas em diferentes atividades)¹⁶ e à diversificação institucional existente:¹⁷ variam a atribuição das funções, a conformação e o uso dos vários instrumentos por meio dos quais são exercidas, assim como a divisão de responsabilidades, em certos casos partilhadas com outras agências públicas ou mesmo privadas.

À complexidade das funções, agrega-se aquela relativa aos objetivos que as pautam. No quadro contemporâneo, dominam os objetivos de estabilidade dos preços (em geral mais precisos no que tange aos preços internos do que à taxa de câmbio) e os objetivos (mais vagos) relativos à estabilidade financeira. No caso dessa última, parece não ser possível (e talvez nem fosse desejável, por razões de risco moral e pela própria incerteza com relação à natureza e dimensão das crises financeiras futuras) definir com precisão os limites da responsabilidade do Banco Central.

Seja como for, as atribuições do Banco Central – e, em particular, suas responsabilidades na condução das políticas monetária e cambial – manifestam-se tanto em sua estrutura patrimonial quanto em seus resultados.

Para uma primeira aproximação, é conveniente empregar (com algumas adaptações) o balanço patrimonial ideal dos bancos centrais, tal como proposto por Bindseil (2004). Como em qualquer empresa, o excesso dos ativos (predominantemente financeiros, no caso dos bancos) sobre os passivos (que incluem as reservas, compulsórias ou voluntárias, dos bancos) corresponde à soma de capital e reservas. No quadro 1, porém, a distribuição das rubricas obedece, sobretudo, ao propósito de destacar os instrumentos essenciais para a realização daquela que, para Bindseil, é, por excelência,¹⁸ a meta *operacional* do Banco Central: a taxa de juros de curto prazo. Também por essa razão, o quadro separa claramente as operações conforme tenham por consequência aumentar ou reduzir a liquidez *do sistema bancário* (medida, nesse caso, pelo volume de reservas bancárias).

16. Como, no caso da política monetária, a especificação dos objetivos, a formulação de políticas e a implementação das mesmas (BIS, 2009a).

17. Ver, por exemplo, BIS (2009a; 2009b). Em Brasil (2013), o foco recai sobre as diferenças institucionais entre os países no que respeita ao relacionamento entre autoridade fiscal e monetária (ver também Leister e Medeiros, 2012).

18. Como ressalta Bindseil (2004), só faz sentido definir metas *operacionais* para variáveis sobre as quais se pode vir a obter um grau de controle relativamente alto. Isto se aplica à taxa de juros do mercado interbancário, mas *não* à base monetária (entre outros agregados monetários que, em um momento ou outro, foram objeto da atenção de economistas monetaristas e de alguns banqueiros centrais). De forma geral, o controle de agregados monetários é impraticável – até mesmo por implicar enorme volatilidade das taxas de juros, tornando-se incompatível com a estabilidade financeira. Nos Estados Unidos, motivações políticas estariam na origem do zelo com que o Fed procurou obscurecer, durante a maior parte de sua história, sua responsabilidade pela determinação dos juros. Para Bindseil (2014), nem o breve interregno monetarista (durante o qual o Fed não deixou de acompanhar e de reagir às oscilações das taxas de juros), nem as peculiares políticas “heterodoxas” pós-crise financeira de 2007 (ver adiante) contradizem essa visão.

Um conjunto expressivo de autores partilha a tese de que a operação cotidiana da política monetária tem caráter “defensivo”: o Banco Central *reage* a choques. Procura antecipar-se aos choques (sem muita precisão) esperados; procura ajustar-se aos choques efetivamente ocorridos. Sua reação consiste, de um lado, em tentar garantir a vigência de condições de liquidez consistentes com a meta operacional; de outro, em (de forma mais espaçada) alterar a própria meta operacional, no objetivo de, com isso, aproximar-se de suas metas finais.

Parte importante da atividade diária do Banco Central consiste, assim, em tentar garantir, por meio das *operações de política monetária* destacadas no quadro, que, no mercado relevante (normalmente o interbancário) o custo da moeda estatal permaneça dentro de uma faixa tolerável de oscilações em torno da meta operacional. Esta, hoje em dia, tende a ser uma *policy rate* (para operações de curtíssimo prazo, ou *overnight*) explicitamente assumida pelo Banco.

QUADRO 1
O balanço do Banco Central

Ativo	Passivo
Fatores autônomos	
a. Criação de liquidez	b. Absorção de liquidez
Reservas internacionais	Meio circulante
Aplicações financeiras em moeda local	Depósitos governamentais
Bens móveis e imóveis	Outros passivos em moeda local
	Passivos em moedas estrangeiras
	Capital e reservas
Operações de política monetária (OPM)	
a. Criação de liquidez	b. Absorção de liquidez
Mercado aberto I: compra (<i>outright</i>) de ativos financeiros	Mercado aberto I: venda de títulos de dívida do Banco Central
Mercado aberto II: operações compromissadas de crédito (<i>reverse repos</i>)	Mercado aberto II: operações compromissadas tomadoras de recursos (<i>repos</i>)
<i>Standing facility</i> : aquisição de títulos (redesconto) ou empréstimos (janela lombarda)	<i>Standing (deposit) facility</i>
	Reservas bancárias (compulsórias ou não)

Fonte: traduzido e adaptado de Bindseil (2004, p. 48).

Note-se que, em condições normais, o volume de transações entre os bancos comerciais é muito superior ao volume das transações entre eles e o Banco Central. Os volumes relativos variam conforme as circunstâncias – durante crises financeiras, o mercado interbancário tende a congelar – e a institucionalidade. Parece haver, mesmo, um *trade-off*: a perfeita implementação da taxa básica de juros (a *policy rate*) se daria

numa situação em que todas as transações se dessem entre os bancos comerciais e o Banco Central; a preservação do interbancário é, porém, entendida (ver adiante) como sendo importante por parte dos bancos centrais.

A essência das operações de política monetária é simples: suprir liquidez quando há expectativas de que a escassez de reservas bancárias pressionará – ou evidências de que *está pressionando* – as taxas de mercado acima da meta; absorver liquidez na situação oposta. Na primeira situação, um banco que careça de moeda estatal poderá obtê-las com o Banco Central, à taxa por este estipulada (não necessariamente a *policy rate*), em lugar de pagar uma taxa ainda mais elevada no mercado interbancário. Na segunda situação, a absorção de moeda estatal pela autoridade monetária evitará que as taxas praticadas no mercado interbancário caiam significativa e persistentemente abaixo da meta.

A essência é simples, mas a prática (descartada a simplicidade operacional que adviria da extinção do interbancário) pode ser complexa, e é extremamente diversificada, histórica e geograficamente. Extremamente variável é também a precisão com que os bancos centrais – mesmo em países desenvolvidos – conseguem reduzir os desvios das transações no interbancário em relação à *policy rate*.

A complexidade advém da própria centralidade da constelação formada pelo sistema bancário e por seu Banco Central. A cada dia, muitos milhões de agentes realizam um número ainda maior de transações. A maior parte delas passa pelo sistema bancário. Cada transação é um pequeno choque, que gera, de um lado, desequilíbrios entre os bancos e, de outro, desequilíbrios entre o sistema bancário, tomado como um todo, e o Banco Central.

No balanço do Banco Central, esses choques – além daqueles que podem ter origem nas próprias decisões da autoridade monetária – tomam a forma de variações nos fatores “autônomos”. O sentido dessa autonomia é particular:¹⁹ a definição abarca, de fato, as rubricas cujo comportamento não responde ao propósito básico de controle da meta operacional. São as variações nessas rubricas que *induzem* as operações *compensatórias* de política monetária.

Naturalmente, os fatores autônomos não têm todos o mesmo protagonismo. Há rubricas tranquilas: no ativo, o investimento em bens imóveis e imóveis e, mesmo, as aplicações financeiras (não motivadas pela política monetária) em moeda local do Banco;²⁰ no passivo, o item capital e reservas (ainda que de importância crucial

19. Alguns autores entendem como autônomas as rubricas cujo controle escapa ao Banco Central (Ganley, 2003, p. 14; Aamodt e Tafford, 2013, p. 2). A definição parece um tanto restrita, tendo em vista, em especial, as reservas internacionais, dada a predominância, hoje em dia, da flutuação cambial suja, que implica a ação em alguma medida discricionária do próprio Banco Central.

20. Esta última rubrica torna-se menos tranquila, porém, se certas operações do Banco Central como empregador em última instância nela forem alocadas, como no caso do Proer brasileiro ou dos empréstimos do Fed a instituições como a AIG.

na definição do relacionamento com o Tesouro). As oscilações mais significativas no balanço do Banco Central provêm, no essencial, de três contas: meios de pagamento, depósitos governamentais²¹ e reservas internacionais (Bindseil, 2004). De fato, essas oscilações têm por contrapartida *inicial* oscilações igualmente abruptas e significativas *nas reservas bancárias* – cuja compensação motiva, justamente, a maior parte das operações de política monetária.

Quando (por exemplo) os agentes não bancários exercem sua opção de converter parte de seus depósitos em moeda sonante, caem as reservas bancárias, em igual parte cedidas ao Banco Central em troca do papel-moeda necessário (que representa aumento do meio circulante). Quando o Tesouro realiza uma emissão líquida de títulos ou recolhe impostos e suas receitas são transferidas à sua conta no Banco Central (em lugar de permanecer em eventuais contas do Tesouro em bancos privados), as reservas bancárias, mais uma vez, caem *pro tanto*. Movimento oposto ocorre quando o Banco Central adquire moeda estrangeira, lançando depósitos nas contas dos vendedores (e aumentando, com isso, as reservas bancárias).

Na ausência de operações de política monetária, uma variação líquida *positiva* (consolidada – *netted* – pelo lado do ativo do Banco Central) dos fatores autônomos determinará aumento equivalente nas reservas bancárias. A contrapartida final, porém, deverá tomar a forma de operações de política monetária de *absorção* de liquidez (ou de uma combinação entre estas e um aumento das reservas bancárias).

É possível calcular os valores líquidos dos fatores autônomos e das operações de política monetária tanto pelo lado do ativo como pelo do passivo. Tendo em conta a realidade brasileira – como a de muitos outros países emergentes que constituíram grandes posições externas em divisas – é razoável calcular o valor *líquido* dos fatores autônomos *pelo lado do ativo*:

$$FA = RI + AF + I - (M + DG + PF + PF^* + K),$$

em que:

FA – valor líquido dos fatores autônomos;

RI – reservas internacionais;

AF – aplicações financeiras;

I – investimento em móveis e imóveis;

M – meios de pagamento;

DG – depósitos governamentais;

21. Entretanto, em vários países (como Estados Unidos, Canadá e parte importante da Eurolândia), arranjos estabelecidos pelo Tesouro e pelo Banco Central estabilizam o valor dos depósitos do Tesouro (Bindseil, 2014, p. 29).

PF e PF* – respectivamente, passivos em moeda nacional e estrangeira; e
K – capital e reservas.

Calculando-se o valor *líquido* das operações de política monetária *pele lado do passivo* do Banco Central, obtém-se:

OPM = (vendas – compras *outright*) + (*repos* – *reverse repos*) + (depósitos – empréstimos e descontos).

Dessas convenções contábeis resulta a equação (1), que descreve o balanço do Banco Central por meio da igualdade entre, de um lado, o valor líquido dos fatores autônomos (consolidada pelo lado do ativo) e, de outro, a soma do valor líquido das operações de política monetária (consolidada pelo lado do passivo) às reservas bancárias (R).

$$FA = OPM + R \quad (1)$$

Como foi dito, variações líquidas *positivas* em FA²² implicam, *prima facie*, aumento das reservas bancárias:

$$\Delta FA = \Delta R = \Delta R^D + \Delta R^E \quad (2)$$

Não é impossível (mas tampouco é necessário) que, ao mesmo tempo, a demanda por reservas (compulsórias e/ou voluntárias) esteja aumentando, isto é, $\Delta R^D > 0$. É muito provável, porém, que se criem reservas *excedentes* ($\Delta R^E > 0$), configurando um excesso de liquidez (*liquidity surplus*). Nos termos de Borio (2001), o sistema bancário²³ terá constituído uma *net liquidity position* (NLP) *positiva*:

$$NLP = \Delta FA - \Delta R^D = \Delta R^E \quad (3)$$

Esta *net liquidity position* é, por alguns, denominada liquidez *estrutural* do sistema bancário – talvez porque o excesso de liquidez diga respeito ao *agregado* dos bancos. Borio (2001, p. 8n), porém, considera “preferível restringir esse termo a situações em que o *superavit/deficit* decorrente dos fatores autônomos persiste fortemente ao longo do tempo.

Note-se que, de toda forma, essa definição da posição de liquidez do sistema bancário, que diz respeito *aos fluxos* (mais adiante se verá a definição aplicada aos estoques), tem (como a equação 2) caráter *ex ante*. Isso porque o sistema bancário e o Banco Central abominam o excesso (ou a escassez) de liquidez.

22. Como as decorrentes, *ceteris paribus*, da acumulação de reservas oficiais ou (invertendo os outros dois exemplos) de uma contração da demanda por meios de pagamento ou de um aumento nos gastos governamentais (bem como – o que parece ser importante no caso brasileiro, após 2006 – de *resgates líquidos* da dívida do Tesouro *em poder do público*).

23. Convém ressaltar que a *net liquidity position* aqui definida diz respeito ao *agregado* do sistema bancário, nada implicando no que respeita à distribuição da liquidez *entre os bancos*. Os bancos recebem e perdem reservas em ritmos diferentes (conforme, por exemplo, a velocidade com que estejam expandindo seus empréstimos). A existência de bancos com carência ou excesso de liquidez ensinará os negócios entre partes privadas no mercado interbancário.

No mundo dos manuais, a criação de reservas excedentes motiva os bancos a aumentar o volume de empréstimos (mesmo a uma taxa de juros dada, a julgar pela descrição usual do multiplicador bancário). No mundo real,²⁴ o efeito é muito distinto: se o Banco Central não oferece uma opção de remuneração a essas reservas, o excesso de liquidez derruba a taxa do interbancário até seu piso nominal, que é zero, e os empréstimos bancários *não* se expandem. Variações líquidas *negativas* dos fatores autônomos, por seu turno, contraem as reservas bancárias e exercem forte pressão altista, podendo levar a taxa do interbancário a níveis muito acima da *policy rate*.

A enorme volatilidade *potencial* dos juros do interbancário resulta da combinação entre a intensidade dos choques autônomos e a baixíssima elasticidade-juros da demanda por reservas por parte dos bancos.²⁵ As operações de política monetária procuram compensar o efeito das variações autônomas sobre as reservas bancárias, evitando que produzam uma volatilidade indesejável – porque poderia se transmitir a outras taxas de juros e a decisões dos agentes – no mercado interbancário. Isso requer, basicamente, que a expressão *ex ante* (2) transforme-se em

$$\Delta FA = \Delta R = \Delta R^D + \Delta OPM \quad (4)$$

Curiosamente, não parecem ser raros os exemplos de países em que o sistema bancário, sistematicamente (ou *estruturalmente*), durante longos períodos, ou regurgita liquidez (devidamente absorvida pelo Banco Central), ou, pelo contrário, dela sedento, recebe da autoridade monetária suprimentos frequentes. Essa persistência *dos fluxos líquidos*, como se verá, tem efeitos óbvios e importantes sobre as posições líquidas *de estoque* do Banco Central e do sistema bancário.²⁶

No quadro 1, a seção reservada às operações de política monetária destaca, pelo lado do ativo e do passivo, os principais instrumentos utilizados para o ajuste fino (*fine tuning*) da liquidez bancária. O corte fundamental é aquele que separa as operações de mercado aberto das *standing facilities*. De um lado, estão as operações conduzidas *por iniciativa do Banco Central* e nas quais este se dispõe a transacionar com qualquer instituição com acesso ao mercado “aberto” (de fato constituído pelo

24. No qual, em essência, o aumento do volume de empréstimos depende da demanda por crédito da parte dos agentes *creditworthy* e não da existência de reservas excedentes.

25. A *demand* dos bancos por reservas pode ser decomposta em duas partes: a primeira parte é determinada pela política de depósitos compulsórios do Banco Central (que, no entanto, pode se abster de utilizar o instrumento); a segunda corresponde à demanda voluntária por reservas (*working balances*), que depende, em tempos normais, de fatores de corte estrutural – como (por exemplo) as características das *standing facilities* e a eficiência e confiabilidade do sistema de pagamentos (ver, por exemplo, Borio, 2001; Bindseil *et al.*, 2004). Em um contexto de aumento da incerteza (e, a *fortiori*, crise financeira aberta), esta última parte da demanda pode aumentar de forma significativa, constituindo-se em um importante fator *autônomo* de alteração da liquidez. Agénor e El Aynaoui (2008, p. 3) tratam do “excesso de liquidez”, definido como “acumulação *involuntária* de reservas pelos bancos comerciais”.

26. No Brasil, por exemplo, os dados da *Nota Econômico-Financeira para a Imprensa – Mercado Aberto* revelam que, ao menos de 2004 a abril de 2015, as operações de mercado aberto *doadoras* de liquidez, *como aferidas no último dia de cada mês*, são tão raras quanto desimportantes do ponto de vista quantitativo.

conjunto – em geral restrito – de instituições financeiras credenciadas).²⁷ De outro, estão as operações que, segundo termos previamente estabelecidos, estão *sempre* – daí serem *standing* (permanentes ou contínuas) – à disposição das instituições financeiras (autorizadas), que a elas recorrem por sua própria iniciativa.

Na descrição que ainda hoje predomina nos manuais, o exercício da política monetária se dá, fundamentalmente, por meio de operações de mercado aberto do tipo I: liquidez é absorvida mediante a emissão e colocação definitiva (*outright*) no mercado aberto de títulos do próprio Banco Central. Por essas operações, os compradores transferem a ele reservas bancárias e meio circulante, que são, assim, “esterilizados” ou “destruídos”; com isso, altera-se a composição (mas não o tamanho) do portfólio do Banco Central. Alternativamente, no caso (como o brasileiro) de que o Banco Central não emita títulos próprios, a absorção de liquidez pode se dar por meio da venda definitiva de ativos financeiros (contraíndo o ativo e o passivo da instituição). No caso oposto, o Banco Central cria liquidez por meio de compras definitivas de ativos financeiros *elegíveis* (que, em muitos países, restringem-se, ao menos em condições normais, a títulos públicos).²⁸ Ao adquirir títulos, o Banco Central expande simultaneamente seu ativo e seu passivo (na forma de um aumento no valor das reservas bancárias ou do meio circulante).

No mundo contemporâneo, porém, predominam as operações *compromissadas* (de tipo II).²⁹ Liquidez é absorvida por meio de operações de *recompra* (*repurchase agreements*) e criada por meio de operações de *revenda* (*reverse repos*). “Recompras” e “revendas” são, de fato, *empréstimos* realizados mediante a cessão temporária, ao credor, de uma garantia – o ativo *colateral* (frequentemente um título público).³⁰ Liquidez é absorvida, então, quando o Banco Central “vende” ao mercado títulos financeiros, ao mesmo tempo em que se compromete a “recomprar”, dos compradores (de fato credores),³¹ segundo os termos preestabelecidos (relativos aos juros e

27. Note-se que as operações de mercado aberto, embora em geral assumam a forma de leilões, com participação de todas as instituições financeiras credenciadas, podem também ser negociadas de forma bilateral.

28. Uma exceção notável é a do Banco Central Europeu (BCE), que é, segundo Bindseil (2014, p. 115), “obrigado a não tratar os emissores do setor público de forma mais favorável do que os emissores privados”, devendo, por conseguinte, aceitar “um espectro amplo de ativos, não apenas em sua capacidade como emprestador em última instância, mas também na implementação da política monetária”.

29. Segundo Bindseil (2004), as operações de mercado aberto (que foram introduzidas, por bancos centrais dos países desenvolvidos, após um período inicial – e longo – de predomínio das *standing facilities* como instrumento central da política monetária) tomaram a forma, inicialmente, de operações definitivas (e não de operações de crédito), assim permanecendo até os anos 1960. Esse fato – juntamente com a maior complexidade das operações compromissadas – pode talvez explicar o por quê de as operações definitivas serem até hoje descritas como o instrumento básico da política monetária.

30. Segundo Bindseil (2014, p. 41), muitos bancos centrais estabelecem como *policy rate* a taxa de juros para empréstimos não colateralizados no mercado interbancário.

31. As operações de recompra executadas pelo Banco Central são, do ponto de vista das instituições financeiras, operações de revenda (uma vez que estas lhes garantem o direito de devolver o colateral à autoridade monetária). Assim, não se deve estranhar a oscilação da terminologia: aquilo que o BCB denomina acordos de recompra ou *repos* pode ser tratado como *reverse repos* por outras instituições (como, de fato, no caso do Fed).

ao prazo da operação), os mesmos ativos.³² Já a criação de liquidez ocorre quando a instituição financeira “vende” ao Banco Central ativos financeiros, garantindo ao “comprador” o direito de “revenda” futura.

De volta aos manuais, constata-se que, em muitos deles, a única *standing facility* referida é aquela por meio da qual o Banco Central injeta liquidez: a *borrowing* (do ponto de vista dos bancos) *facility*. Esta é também conhecida (impropriamente) como janela *de redesconto*. A impropriedade consiste no fato de que o redesconto (vale dizer, a *aquisição definitiva*, com deságio, de um ativo por parte do Banco Central) é apenas um dos dois modos básicos do arranjo; no outro, que hoje predomina,³³ o Banco Central faz empréstimos (ditos *lombardos*) colateralizados – como nas operações compromissadas de mercado aberto.³⁴

A *deposit* (ou *lending*) *facility*, que opera pelo lado do passivo, oferece aos bancos com excessos de reservas a possibilidade de transferi-los a uma conta remunerada do Banco Central, que, nesse caso, é quem “toma emprestado” (não, obviamente, porque deles precise para financiar suas operações!). A frequente omissão, nos manuais, das *deposit facilities* é fácil de explicar: sua disseminação (ainda em curso) é muito mais recente (Bindseil, 2014, p. 72).

Mercado aberto e janela de “redesconto” formam, com os depósitos compulsórios,³⁵ a tríade básica de instrumentos de política monetária. São empregados, de diferentes formas, pela maior parte dos bancos centrais. Embora sejam três os instrumentos, é possível, segundo Bindseil (2004, p. 85-86) caracterizar duas abordagens extremas.

Na abordagem “pura” de mercado aberto, é nele – e apenas nele – que se dá a determinação das taxas de mercado. A taxa da janela de redesconto, fixada em nível significativamente superior à almejada (explícita ou implicitamente) pelo Banco

32. No Brasil, desde pelo menos 2002, a operacionalização da política monetária se dá, fundamentalmente, pela realização de operações de recompra. As operações de revenda, quando ocorrem, são de curto prazo, sendo rapidamente revertidas (além de serem muito inferiores às operações de recompra). As operações definitivas de compra ou venda são raras e irrelevantes.

33. A preferência dos bancos centrais pelos empréstimos desenvolveu-se nos anos 1950, em parte como consequência (segundo Bindseil, 2014, p. 71) do aumento das dívidas públicas durante a II Guerra Mundial, o que criou um amplo estoque de colaterais de qualidade. É importante não esquecer, porém, que até o início do século XX as operações de redesconto, em países como Inglaterra ou Alemanha, diziam respeito fundamentalmente a títulos privados.

34. Tanto no caso das compras *outright* quanto no do redesconto, a injeção de liquidez implica a absorção, pelo Banco Central, de ativos com características (entre as quais seus prazos de vencimento) diversos. Os empréstimos colateralizados (via mercado aberto ou lombardos) conduzem a operações mais simples e homogêneas. As aquisições de ativos tendem a ser mais utilizadas para produzir alterações persistentes (estruturais) na liquidez do sistema bancário, cabendo aos empréstimos maior importância no *fine tuning* do mercado (Bindseil, 2014, p. 87). Ademais, segundo Bindseil (2004, p. 251), as operações compromissadas não afetam os mercados dos ativos usados como colaterais, e liberam o Banco Central “de ter de pensar o tempo todo em que papel comprar ou vender”.

35. Os depósitos compulsórios, hoje em dia, além de mais baixos (o Brasil, é claro, é uma exceção notável) ou mesmo nulos, tendem a ser usados de forma menos ativa pelos bancos centrais. Talvez seja possível dizer que, para certos fins (como o amortecimento das oscilações da taxa do interbancário), o simples fato de existirem seja mais importante do que suas características específicas (como a base sobre a qual são calculados e o valor das taxas de recolhimento). Ver, a respeito, Bindseil (2004, cap. 6).

Central, tem caráter eminentemente punitivo, onerando os bancos com custos financeiros e reputacionais.³⁶ De fato, arranjos institucionais desse tipo parecem ter ensejado a confusão – criticada por Bindseil (2014, p. 70) – entre a janela de redesconto (originalmente um mecanismo normal de provisão de liquidez) e a assistência emergencial a bancos individuais (*emergency liquidity assistance*), que pode ser considerada uma das dimensões da atuação do Banco Central como *emprestador em última instância*.

Na abordagem “pura” de mercado aberto, a volatilidade das taxas de mercado *poderá* ser elevada. Na ausência de uma *deposit facility* e com uma janela de redesconto pouco acessível, as taxas de mercado podem oscilar entre zero e níveis muito superiores ao teto supostamente estabelecido pela *borrowing facility*. A precisão com que o Banco Central fará valer a *policy rate* dependerá de sua capacidade de prever (e neutralizar) os choques nos fatores autônomos, bem como do formato de (muitos) outros detalhes institucionais, como a frequência de suas intervenções no mercado aberto, a natureza dos leilões (nos quais os juros podem ser preestabelecidos pelo Banco Central ou ser definido pelas ofertas das instituições financeiras) e a existência de depósitos compulsórios.³⁷

A abordagem das *standing facilities* comporta duas variantes básicas.

Na primeira delas, o Banco Central implanta um *corredor simétrico*, que terá em seu centro a *policy rate* e, como piso e teto, respectivamente, as taxas de juros da *deposit facility* e da janela de liquidez.³⁸ Intervenções do Banco Central no mercado aberto procurarão compensar os choques autônomos, aumentando a probabilidade de que as taxas no interbancário mantenham-se próximas da meta. Nesse arranjo, a *mudança* da *policy rate* se dá, simplesmente, por meio da mudança simultânea do teto e do piso do corredor.³⁹ Mais estreito este último, menor a volatilidade das taxas de mercado: nenhum banco necessitado de liquidez pagará taxa superior à da janela de redesconto; nenhum banco com reservas excedentes fará empréstimos no interbancário a uma taxa inferior à da *deposit facility*. No limite, o Banco Central

36. Esta é, aliás, a representação típica dos manuais, que parece refletir a experiência norte-americana, na qual o recurso à janela de redesconto era visto como indicio de problemas graves em um banco (o que, por sinal, ajuda a explicar a razão pela qual, nos Estados Unidos, a taxa de redesconto podia ser mantida *abaixo* da taxa de mercado aberto, sem que os bancos a ela recorressem com frequência).

37. Durante décadas, mesmo realizando três leilões diários, a precisão com que o Banco da Inglaterra fazia valer a *policy rate* era das mais baixas entre os bancos centrais dos países desenvolvidos; era, por exemplo, mais baixa que a obtida pelo Banco Central Europeu (BCE), que realizava leilões semanais. Para Bindseil (2004), isso se devia à ausência, no Reino Unido, de depósitos compulsórios. Estes operam como uma fonte de recursos para as operações entre os bancos, amortecendo as flutuações dos juros.

38. Segundo Bindseil (2011), o Banco do Canadá foi o primeiro a introduzir o sistema. O corredor simétrico foi depois adotado por outros bancos, como os da Austrália e da Nova Zelândia, bem como (até a crise de 2007) pelo Banco da Inglaterra e pelo BCE.

39. Ao passo que (conforme Bindseil, 2004), no arranjo puro de mercado aberto, operações de mercado aberto podem ser necessárias, uma vez que a alteração da *policy rate* altera sua posição no corredor entre o piso e o teto das taxas de mercado. Entretanto, Disyatat (2008) é enfático ao relatar a experiência de vários bancos centrais, que, segundo ele, influenciam a taxa do interbancário mais pelo anúncio de suas intenções do que por operações de mercado aberto.

poderia impor um corredor de largura igual a zero, impondo de forma categórica a *policy rate* como a taxa de mercado.⁴⁰

Na variante unidirecional, (“*one-directional standing facility-based monetary policy implementation*”, segundo Bindseil, 2014, p. 51), o Banco Central conduz o sistema bancário a uma situação em que este precisa, sistematicamente, recorrer a uma das duas *standing facilities*, cuja taxa de juros passa a ser a *policy rate*.

Curiosamente, a variante unidirecional conecta o passado remoto ao presente: corresponde, de um lado, ao formato “clássico” da política monetária, como praticada por vários dos primeiros bancos centrais (como os do Reino Unido e da Alemanha), numa época em que as operações de mercado aberto não haviam sido introduzidas (ou só eram praticadas de forma episódica); corresponde, de outro, à política monetária adotada em vários países centrais (como Estados Unidos, Reino Unido e Japão) em reação à crise financeira iniciada em 2007. A diferença é que, enquanto o Banco Central “clássico” zela para que o sistema bancário, recorrentemente, sofra um *deficit* de liquidez,⁴¹ a crise financeira recente ensejou a estratégia oposta, pela qual os bancos centrais inundaram o sistema bancário de liquidez. A propósito, Bindseil (2014, p. 141) ressalta que a abordagem unidirecional:

não necessariamente conduz a uma excessiva intermediação do Banco Central, desde que a dependência estrutural do sistema bancário em relação ao Banco Central não seja grande demais (essa abordagem não deve ser confundida com aquela de *standing facilities* com um corredor de largura zero) (tradução nossa)⁴²

É interessante aprofundar a análise dessa dependência “estrutural”. Suponha-se que, ao longo do tempo, acumulem-se variações (por exemplo) positivas dos fatores autônomos, acompanhadas de operações de política monetária de absorção de liquidez. O sistema bancário acabará por constituir, numa definição agora baseada *nos estoques*, uma *posição de liquidez* positiva (Bindseil, 2004) ou (no dizer de Gray, 2006) um *superavit (surplus) estrutural* de liquidez. Vale dizer, terá, contra o Banco Central, uma posição *ativa* líquida: poderia (hipoteticamente) reverter rapidamente em reservas bancárias seus “empréstimos” ao Banco Central (feitos via operações compromissadas) ou seus depósitos na instituição (no caso de uma

40. Isso implicaria, entretanto, o desaparecimento do mercado interbancário. A possibilidade de que a atuação do Banco Central e a natureza do arranjo institucional tenham um efeito de *crowding-out* sobre o mercado interbancário é discutida pela literatura. Dois argumentos favoráveis à preservação de um interbancário de porte significativo são: i) na ausência do interbancário, o portfólio do Banco Central passa a oscilar de forma ainda mais intensa; o Banco Central assume, em lugar dos bancos, mas sem sua *expertise*, a responsabilidade de analisar o risco associado aos instrumentos financeiros; ii) o funcionamento do mercado interbancário produz informações importantes para a definição dos rumos da política monetária, bem como incentivos para o monitoramento recíproco dos bancos comerciais. Ver, por exemplo, Bindseil (2011), Bindseil e Jablecki (2011) e Tucker (2004).

41. A manutenção do sistema bancário em persistente *deficit* de liquidez foi, durante muito tempo, vista como a “melhor prática” (*best practice*) (Bindseil, 2004, p. 49).

42. Do original: “*does not necessarily have to lead to excessive central bank inter-mediation provided the structural dependence of the banking system on the central bank is not too large (and this approach is not to be con-founded with a zero-width standing facilities corridor approach)*”.

deposit facility). Do ponto de vista do balanço do Banco Central, a implicação é dada pela equação (5), na qual (como antes), o saldo das operações de política monetária é medido pelo lado do passivo:

$$FA - R = OPM > 0 \quad (5)$$

Essa configuração (ilustrada no quadro 2), conforme Gray (2006), resulta de um balanço (do Banco Central) *asset-driven*: a expansão dos ativos alimenta continuamente a das reservas, por sua vez eliminadas por operações *passivas* de política monetária, que terminarão por superar o valor das operações ativas (criadoras de liquidez) remanescentes.

QUADRO 2
Balanço simplificado do Banco Central

Ativo	Passivo
Fatores autônomos	
a. Criação de liquidez	b. Absorção de liquidez
Fatores autônomos líquidos	
Operações de política monetária (OPM)	
a. Criação de liquidez	b. Absorção de liquidez
	Operações líquidas de política monetária
	Reservas bancárias (compulsórias ou não)

Fonte: Traduzido e adaptado de Bindseil (2004, p. 48).

Se, pelo contrário, sucederem-se choques autônomos negativos, o sistema bancário tenderá a uma posição de liquidez negativa em que, em contrapartida, o estoque de operações ativas de política monetária superará o das operações passivas. Dada a opção contábil aqui adotada (em que o cálculo do valor líquido subtrai das operações de absorção de liquidez as operações de injeção), a variável OPM terá valor negativo:

$$FA - R = OPM < 0 \quad (6)$$

Aqui, o balanço do Banco Central é *liability-driven*: há uma demanda recorrente por passivos do Banco Central, que suscitará operações *ativas* (supridoras de liquidez) de política monetária.

Parece ser preferível, para os bancos centrais e para os mercados, que a natureza (escassez ou excesso de reservas) dos desequilíbrios seja relativamente persistente (Bindseil, 2014, p. 104). Dessa forma, o desequilíbrio será eliminado por meio do recurso a procedimentos (de injeção ou absorção de liquidez) estáveis. Este, como mencionado anteriormente, tem sido o caso do Brasil.

Vale ressaltar que a conformação de um balanço *asset* ou *liability-driven* (que resulta da interação entre os choques de liquidez dominantes e a própria ação do Banco Central) não exclui a possibilidade de episódicas sessões de mercado em que (respectivamente), para o conjunto dos bancos, há carência ou excesso de liquidez (por exemplo, devido a uma mudança no calendário da arrecadação tributária ou do gasto público).⁴³

É importante ressaltar, ainda, que a persistência de uma posição (estoque) de liquidez positiva ou negativa independe da adoção, pelo Banco Central, da estratégia unidirecional. A persistência é inteiramente compatível com abordagens baseadas em outras combinações entre o recurso ao mercado aberto e às *standing facilities* – até porque, conforme as especificações precisas da abordagem de mercado aberto, sua distância em relação à abordagem das *standing facilities* torna-se cada vez menor.^{44,45}

Numa economia em expansão, tenderão a aumentar a demanda por moeda sonante e o volume de empréstimos. Ambos os fatores tenderão a aumentar a demanda dos bancos por reservas. Compensando (via operações de mercado aberto) os eventuais choques autônomos *positivos*, o Banco Central poderá, com facilidade, manter o sistema bancário na dependência do recurso a operações criadoras de liquidez, que podem, conforme o arranjo institucional, combinar de múltiplas formas a janela de redesconto e as operações de mercado aberto (*outright* ou de crédito).

Como mencionado anteriormente, este parece ter sido o modo mais tradicional de operação do sistema bancário, manifestando, para além de uma opção pela

43. Tampouco exclui a hipótese de que, em um sistema bancário que opera em *superavit* estrutural de liquidez, um banco individual necessite recorrer aos empréstimos emergenciais do Banco Central.

44. O que, no entender de Bindseil (2004), ocorre na proporção em que o Banco Central aumenta a frequência das suas intervenções no mercado interbancário e em que dá segurança aos bancos (o que também depende da natureza dos leilões) com relação aos termos (preços e quantidades) segundo os quais suprirá ou absorverá liquidez.

45. Como referido anteriormente, no Brasil, as operações compromissadas (passivas) são o principal instrumento de política monetária. Mas é importante ter em mente que o BCB realiza operações compromissadas diariamente. Além disso, mantém uma *lending facility* que comporta várias modalidades: *i*) o chamado “redescoto intradia”, sem custo para as instituições financeiras e de custo automático, num montante limitado apenas pelo total de títulos (públicos) na carteira do solicitante. Trata-se, portanto, de fato, de uma operação compromissada. Segundo o BCB (2015, p. 11), “o regulamento do redesconto permite que as operações intradia pendentes de liquidação ao término do horário de funcionamento do STR [Sistema de Transferência de Reservas] sejam convertidas automaticamente em operações de um dia útil à taxa composta pela taxa Selic + 1% a.a.”; *ii*) o redesconto de um dia útil, que também toma a forma de uma operação compromissada, ao mesmo custo da operação intradia estendida. Há ainda três outras possibilidades, com prazos maiores, mas de natureza um tanto distinta, que serão referidas posteriormente. Aqui, importa ressaltar que, segundo *survey* do BIS (2009b, p. 9), o redesconto *overnight* “é raramente empregado”; as operações ainda mais longas, implementadas em 2002, nunca haviam sido usadas até aquele momento. É interessante ressaltar, ainda, que, embora a existência de uma *deposit facility* não seja referida na “cartilha” do BCB, ela aparece no texto do BIS. Segundo Sales e Tannuri-Pianto (2007, p. 17), que analisam o período 1994-2004, o BCB de fato ofereceu a possibilidade de depósitos voluntários aos bancos com reservas excedentes no fim do dia, com uma remuneração inferior à Selic. Segundo o BIS, o corredor estabelecido pelas duas *facilities* seria de ± 80 pontos-base. BCB (2015, p. 23) menciona ainda a existência de operações de “nivelamento da liquidez bancária”, como objetivo de realizar, no fim do dia, o “ajuste fino das reservas”. Não fica claro se a definição de nivelamento abrangeria todo o conjunto de operações das *lending* e *deposit facilities*.

estabilidade, a *preferência* dos bancos centrais por administrar liquidez em lugar de absorvê-la. Entretanto, segundo Bindseil (2014, p. 28-29):

Curiosamente, os sistemas bancários do mundo estão hoje, em sua maioria, em uma situação na qual detêm junto ao banco central mais depósitos do que o necessário para o cumprimento das exigências de reservas, mesmo não recorrendo às operações de mercado aberto de crédito do banco central (tradução nossa).⁴⁶

Nos textos publicados antes da crise financeira de 2007, o excesso estrutural de liquidez tinha endereço e explicação precisos e particulares. Seria um fenômeno típico de economias em desenvolvimento (ou, ainda, de economias em guerra e em transição; ver Ganley, 2003). Nessas economias, balanços *asset-driven* resultam da aquisição pelo Banco Central, de ativos financeiros internos (quando o Banco financia diretamente o gasto público) ou externos (quando o Banco adquire reservas internacionais). Esta segunda possibilidade parece corresponder, ao menos em parte, ao caso do Brasil, onde a posição (de estoque) de liquidez do sistema bancário tem sido persistentemente *positiva*. Como mencionado, no Brasil, a eliminação das reservas excedentes se dá (à parte a contribuição das elevadas reservas compulsórias, parte das quais remunerada) predominantemente via operações de mercado aberto, em que o Banco Central absorve a liquidez por meio de *repos*.

Pós-crise, os bancos centrais dos países que adotaram o chamado *quantitative easing* definiram um conjunto de políticas – entre as quais, obviamente, maciças compras *outright* de ativos – que levaram seus sistemas bancários a um tipo diferente de excesso de reservas. No Fed, no Banco da Inglaterra e no BCE, como antes da crise, o saldo líquido dos fatores autônomos absorve liquidez, enquanto o das operações de política monetária representa injeção de reservas bancárias. Entretanto, o *quantitative easing* levou a um montante de reservas muito superior às reservas compulsórias; estas *reservas excedentes* passaram a ser remuneradas, mesmo quando não explicitamente alocadas em *deposit facilities* como as providas pelo BCE.

Deixando de lado possíveis (e polêmicos) efeitos sobre a confiança e os *spreads*,⁴⁷ os principais efeitos dessa política parecem ter sido a mudança da composição do portfólio do sistema bancário (que cedeu ativos menos líquidos em troca de reservas remuneradas pelo Banco Central)⁴⁸ e a enorme expansão do portfólio dos bancos centrais.

46. Do original: "Interestingly, the majority of banking systems of the world are currently in a situation in which they hold more deposits with the central bank than are needed to fulfill reserve requirements despite the fact that they do not take recourse to central bank credit open market operations".

47. Bem como a uma discussão mais profunda sobre a *rationale* dessas políticas, que em alguns casos parecem ter tentado ressuscitar – ao menos no discurso da autoridade monetária – a noção do multiplicador bancário.

48. Sobre o complexo arranjo brasileiro para os depósitos compulsórios, ver Cavalcanti e Vonbun (2013). Uma descrição sucinta (já desatualizada, mas esclarecedora) pode ser encontrada em BIS (2009b, p. 8).

A menção à crise é providencial. A intenção deste item foi apenas a de introduzir conceitos básicos e apresentar as implicações para o balanço do Banco Central de algumas formas – também básicas – de implementação da política monetária. Somente algumas entre muitas especificações dos instrumentos de política monetária foram aqui referidos. Vale ressaltar duas outras limitações importantes: de um lado, a análise em geral tratou da relação entre o Banco Central e o sistema bancário como um todo, deixando de lado o importante tema do relacionamento entre os bancos; de outro, não discutiu – nem irá além de uma breve menção, nos próximos parágrafos – o modo como as crises financeiras repercutem no balanço do Banco Central, ao mesmo tempo em que conduzem a mudanças nas especificações dos instrumentos ou à ativação de outros instrumentos.

Em outros termos, a crise financeira acrescenta, ao exercício das funções ordinárias de política monetária do Banco Central, sua atuação como prestador em última instância.

Em situações de aumento da incerteza (para não falar de crise financeira aberta), o mercado interbancário (entre outros mercados financeiros) tende a travar: os bancos (que, nessas condições, podem aumentar de forma significativa sua demanda por reservas voluntárias) com reservas excedentes temem emprestá-las aos bancos com *deficit* de liquidez. Em alguns casos, corridas bancárias, em que agentes não bancários convertem depósitos em papel-moeda, promovem a queda na liquidez do sistema bancário como um todo. Em ambas as situações, o Banco Central é compelido a alterar suas práticas. O congelamento do mercado interbancário exige que multiplique suas operações de política monetária, ativas e passivas, recolhendo liquidez da fração superavitária do sistema e (talvez em maior proporção) cedendo liquidez aos bancos em *deficit*. A necessidade de injetar liquidez aumenta ainda mais no caso de corridas bancárias.

O exercício do papel de prestador em última instância é definido exatamente pelo alargamento, em caráter excepcional, das operações do Banco Central. A injeção de liquidez pode esbarrar, por exemplo, na escassez de colaterais (uma vez que o sistema bancário já tenha utilizado, como garantia dos empréstimos, todo seu estoque de títulos públicos). Há várias respostas possíveis: o alargamento do rol de ativos elegíveis; a realização de empréstimos não colateralizados; a ativação de uma política de compras *outright*; a ampliação do número e tipo de instituições financeiras com os quais o Banco Central estabelece relações diretas; o estabelecimento (ou a ampliação da cobertura) de seguros cobrindo os depósitos ou o mercado interbancário; a mudança da mecânica dos leilões, com a adoção do “*fixed-rate full allotment procedure*”, que elimina a concorrência entre os bancos

(que deixam de competir pelos recursos) e garante o acesso ilimitado a reservas à taxa fixada pelo Banco Central (Bindseil, 2014, p. 242).^{49,50}

4 DOS ESTOQUES AOS FLUXOS: O RESULTADO DO BANCO CENTRAL

Para qualquer agente ou setor institucional, é possível traçar uma conexão entre, de um lado, o valor e a composição (em ativos e passivos) de seu estoque de riqueza, no início de um período contábil e, de outro, os fluxos de receita e despesa ao longo do período, dos quais resultará o novo balanço de fim de período. Parece ser razoável presumir que essa conexão seja particularmente forte no caso do Banco Central, que, em condições normais, adquire (contra a emissão de passivos gratuitos) ativos de alta qualidade e com remuneração contratual (como títulos públicos) e faz empréstimos cujo valor frequentemente é inferior (se ocorrer o chamado *haircut* – ou desconto) ao dos colaterais cuja custódia assume.

A conexão é tanto mais forte – e a lucratividade tanto mais certa – quanto mais “esbelto” (*lean*) seja o balanço do Banco Central. Nagel (2012), do Bundesbank, assim coloca a questão:

Tempos extraordinários clamam por medidas extraordinárias. Infelizmente, um balanço maior geralmente implica maiores riscos financeiros. É por isso que – sob condições econômicas normais – bancos centrais buscam balanços enxutos (tradução nossa).⁵¹

49. Para Bindseil (2014, p. 243), é importante separar a atuação do Banco Central como emprestador em última instância quando dirigida ao sistema bancário ou a bancos individuais. A assistência individual (*emergency liquidity assistance*) é por ele definida como a “provisão de crédito especial do banco central para um banco individual a uma taxa de juros mais alta, contra um colateral que normalmente não é elegível e, frequentemente, com uma garantia do governo que protege a exposição do banco central” (tradução nossa). Do original: “*provision of special central bank credit to a single bank at a higher interest rate against collateral that is normally not eligible, and often against a Government guarantee protecting the central bank’s exposure*”.

50. Em BCB (2015, p. 10-13), porém, a distinção sugerida por Bindseil não é obedecida. As operações de redesconto são tratadas simultaneamente como “operações de assistência financeira de liquidez” e como o exercício, pelo Banco, de sua função básica de “prestamista em última instância”. Pouco depois, o texto afirma que, nessa última função, o Banco atua para revolver “problemas de liquidez de instituições específicas” (grifo nosso), embora, linhas abaixo, explique que a dificuldade dessas instituições de obter financiamento no interbancário resulta de estarem ilíquidas ou insolventes. Tomando por base a classificação de Bindseil, talvez seja possível reorganizar as operações de redesconto do BCB da seguinte forma: i) são operações regulares da *lending facility* do BCB as operações intradia e de um dia útil; ii) o BCB oferece, porém, operações (compromissadas ou “de redesconto”, em sua definição particular, especificada abaixo) a) de até quinze dias úteis, para instituições que enfrentam “descasamento de curto prazo no fluxo de caixa”; b) de até noventa dias corridos (renováveis até 180 dias corridos), “para viabilizar ajuste patrimonial de instituição financeira com desequilíbrio estrutural”. Ambas as modalidades oferecem recursos mais caros (Selic mais 2% ao ano), ministrados de forma discricionária (sob contrato). Parece razoável entendê-las como operações de assistência individual e emergencial; iii) em 2008, o BCB instituiu um mecanismo adicional – o “redesconto para situações especiais” – “com o propósito específico de preservar a liquidez geral do SFN” [Sistema Financeiro Nacional, grifo nosso]. Além do prazo maior (até 359 dias corridos), prevê-se o uso de “condições especiais de avaliação e aceitação de ativos” – o que sugere tratar-se de uma operação típica de (nos termos de Bindseil) emprestador em última instância. Uma dificuldade (semântica) adicional deriva do fato de que o BCB divide as operações de assistência financeira de liquidez em operações compromissadas (de “compra com compromisso de revenda”) e “operações de redesconto” (segundo o Banco, praticamente em desuso) que, porém, parecem ser, de fato, também empréstimos colateralizados, com a diferença de que, nesse caso, o “lastro” dos empréstimos de liquidez consiste em títulos de clientes previamente descontados pelos bancos.

51. Do original: “*Extraordinary times call for extraordinary measures. Unfortunately, a larger balance sheet generally also bears greater financial risks. This is why – under normal economic conditions – central banks aim for lean balance sheets.*”

O índice de esbelteza (*leanness*) utilizado por Bindseil (2004, p. 49; 2014, p. 30)⁵² compara o valor do portfólio ao do meio circulante. Esbelto é o Banco Central cujo índice é igual a 1. Ativos rentáveis (como títulos da dívida pública) no exato valor do passivo gratuito garantem resultado positivo e parecem evidenciar um Banco Central concentrado na prática ordinária da política monetária. Embora (assumidamente) o índice parta de um ideal inalcançável – até porque abstrai a existência das reservas bancárias e do capital do Banco Central – a métrica sugerida permite avaliar o tamanho das atribuições dos bancos centrais. Parece, nesse sentido, mais adequada que o cálculo tradicional da alavancagem, de vez que patrimônio líquido dos bancos centrais é uma variável de significado discutível.

As crises financeiras, notoriamente, impõem aos bancos centrais um regime acelerado de engorda. Em meados de 2007, os índices de esbelteza eram de 1,1 para o Fed, 1,4 para o Eurosistema e 2,0 para o Banco da Inglaterra. No início de 2013, o índice do Fed atingira 2,4, o do Eurosistema 2,5 e o do Banco da Inglaterra 6,8 (Bindseil, 2014, p. 33).

Os balanços patrimoniais dos bancos centrais de países em desenvolvimento tendem a ser naturalmente “encorpados”.⁵³ No passado, devido às funções de fomento e ao financiamento direto do Tesouro. No período mais recente – no qual, certamente, a crise asiática de 1997 é um marco crucial – a engorda⁵⁴ proveio da ingestão acelerada de ativos em moeda estrangeira. No caso brasileiro, o índice, no último dia do ano, era de 9,36 em 2003, de 6,35 em 2007 e de 9,77 em 2014.

Nos bancos privados a elevação da alavancagem tem por objetivo – nem sempre alcançado – a elevação da taxa de lucros. Já a engorda dos balanços oficiais responde a objetivos públicos e expõe o *governo* a riscos financeiros que a iniciativa privada dificilmente (ao menos de forma deliberada) assumiria.⁵⁵

Tome-se o caso dos bancos centrais com volumosas aplicações em moeda estrangeira.⁵⁶

52. Na mesma página, o autor aprofunda as razões pelas quais um balanço esbelto é desejável: indica um Banco Central “focado no cerne de seu mandato” e “mercados financeiros em bom funcionamento, já que o Banco Central nem é usado como intermediário pelo sistema bancário, nem vê a necessidade de engajar-se em medidas especiais de crise, como programas de aquisição definitiva”.

53. Alguns exemplos, calculados, para 2011, com base nos números apresentados por Filaro e Yetman (2012, p. 63): China (4,7); Hong Kong (8,8); Índia (1,6); Coreia (8,5); Cingapura (12,5).

54. Que pode ocorrer, pelas mesmas razões, também em bancos centrais de países desenvolvidos, como no caso notável da Suíça.

55. “Exposições às taxas de juros ou câmbio são frequentemente muito maiores do que aquilo que seria contemplado pela maioria das instituições financeiras comerciais” (tradução nossa). Do original: “Interest rate and exchange rate exposures are often much larger than would be contemplated by most types of commercial financial institution” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 30).

56. Para um tratamento exaustivo dos vários tipos de exposição ao risco (de crédito, de juros, etc.) dos bancos centrais, ver Archer e Moser-Boehm (2013, p. 22-23).

Há, por um lado, o impacto sobre as receitas líquidas com juros da instituição.⁵⁷ O portfólio de ativos em moeda estrangeira do Banco Central tende a privilegiar a segurança, em detrimento da rentabilidade. A aquisição das reservas, porém, como se viu anteriormente, conduz o sistema bancário a uma situação de *superavit* estrutural de liquidez. A não ser no caso em que sua *policy rate* seja igual a zero, o Banco Central está obrigado a absorver essa liquidez. O custo poderá ser mitigado pela absorção por meio de recolhimentos compulsórios (que, porém, são às vezes remunerados).⁵⁸ De toda forma, operações custosas de política monetária tendem a ser inevitáveis. Vendas *outright* demandarão a emissão de títulos próprios, a venda de títulos do Tesouro que o Banco tenha em seu ativo ou seu uso em *repos* como colateral. O volume desses dois últimos tipos de operação encontra um limite, é claro, no total de títulos que o Banco tem em seu portfólio. Por conseguinte, a manutenção da política pode exigir um arranjo institucional em que – como no Brasil, desde 2008 – o Banco Central precisa contar com “emissões diretas” por parte do Tesouro: trata-se da emissão e transferência de títulos, pelo Tesouro, para o portfólio do Banco Central, que recebe assim – sem necessidade de uma contrapartida financeira – uma injeção de capital. Em todos esses casos (como, possivelmente, também no de uma *deposit facility*), as taxas de juros pagas pelo Banco Central (ou pelo Tesouro) tenderão a superar as obtidas no exterior.

Há, por outro lado, o efeito das variações da taxa de câmbio. A valorização cambial – provocada pelos próprios influxos de capital que alimentam a acumulação de reservas oficiais – reduz o valor dos ativos externos em moeda nacional, produzindo uma *perda de capital* que pode ter dimensões consideráveis em bancos centrais nos quais, muitas vezes, o ativo líquido externo representa uma fração considerável do balanço (no Brasil, a razão passou de 0,12, em 2003, para 0,46, em 2014).

Como contabilizar perdas (e ganhos) de capital? Não há resposta óbvia. De fato, não pode haver resposta única: “Não existe um arcabouço contábil dominante e geralmente aceito para bancos centrais” (tradução nossa).⁵⁹ *Survey* realizado pelo BIS junto a dezesseis bancos centrais (*apud* Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 26-27)⁶⁰ mostra que, tão representativos quanto os dois arcabouços (*frameworks*) plurilaterais existentes – e que são, no entanto, adotados de forma

57. A receita líquida de juros define (somado o reconhecimento – *accrual* – de “prêmios e descontos de ativos e passivos com passivos e ativos de juros fixos” e deduzidos os custos operacionais) a *receita operacional líquida* dos bancos centrais (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 31).

58. Segundo Cavalcanti e Vonbun (2013, p. 23), “menos de 30% dos bancos centrais do mundo aplicam algum tipo de remuneração em seus sistemas. No Brasil, atualmente, os recolhimentos remunerados correspondem a cerca de 80% do total de recursos recolhidos”. Na ocasião, só não eram remunerados os recolhimentos correspondentes a depósitos à vista.

59. Do original: “There is no dominant generally accepted accounting framework for central banks” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 27).

60. O *survey* incluiu o Fed, o BCE, os bancos centrais da Inglaterra, da Suíça e do Chile, além de outras doze instituições que preferiram manter secretas suas identidades.

parcial ou idiossincrática por número importante dos países aderentes – são os padrões contábeis puramente nacionais. O BCB (por determinação do Conselho Monetário Nacional) passou a adotar, a partir de 2005, os *International Financial Reporting Standards*, elaborados pelo *Internacional Accounting Standards Board* (Iasb);⁶¹ o outro arcabouço de uso difundido é o do *European System of Central Banks* (ESCB).

Constatam-se diferenças fundamentais, entre os bancos centrais, no tratamento contábil dispensado às várias categorias de (principalmente) ativos. Esses tratamentos definem *se e como* variações no valor dos ativos são “reconhecidas” no balanço (estoques) e na *demonstração do resultado* (fluxo).

Existem duas possibilidades básicas (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 28): o registro pelo “custo amortizado” ou pelo chamado “valor justo” (*fair value*).

No registro pelo custo amortizado (também denominado “valor de face” ou “custo histórico”), os ativos entram no balanço com seu valor original, deduzidos os eventuais prêmios pagos ou descontos recebidos. Alterações no valor de mercado (se é que este, de fato, existe), são desconsideradas.

No registro pelo valor justo, os ativos são reconhecidos pelo valor corrente no mercado relevante ou, na ausência deste, pelo valor calculado por modelos (internos ou externos ao banco).

Há aqui duas variantes: valor justo por meio *do patrimônio* (*fair value through equity*) e valor justo por meio *do resultado* (*fair value through Profit and Loss – P&L*).

No primeiro caso, somente ganhos ou perdas *realizados* ou já contabilizados por conta do regime de competência (*accruals*) são também incluídos no demonstrativo de lucros e perdas. Ganhos ou perdas *não realizados* pelo lado do ativo têm uma contrapartida de mesmo sinal em contas de revalorização (*financial buffers*) pelo lado do passivo, afetando o subconjunto capital e reservas. Nesse caso – retomando o tema das reservas oficiais – uma valorização cambial só será contabilizada como prejuízo, abatendo o resultado do exercício, na proporção em que o Banco Central tenha, de fato, no período, vendido ativos externos em troca de moeda local.

No segundo caso, a variação do *fair value* é integralmente contabilizada no resultado do período.

61. Segundo a *Demonstração Financeira* de 2006 (BCB, 2006, p. 5), o BCB (por determinação do Conselho Monetário Nacional) passou a adotar, a partir de 2005, os *International Financial Reporting Standards*, elaborados pelo *Internacional Accounting Standards Board* (Iasb). Entretanto, já a *Demonstração Financeira* de 2002 (BCB, 2002, p. 4) relata que o Banco vinha “adaptando suas normas contábeis às melhores práticas internacionais”.

A adoção de um ou outro método, assim como, é claro, a natureza da exposição aos diversos tipos de risco,⁶² poderão ter implicações decisivas no cálculo do resultado do Banco Central. No caso da valorização cambial, as contas de um Banco Central podem atestar lucro, por conta de um resultado operacional líquido positivo ou – na hipótese de que o valor justo das reservas seja calculado por meio do resultado – um prejuízo biliardário.⁶³

Em um tempo em que a tônica é o esforço de identificação e propagação das “melhores práticas” (*best practices*), é no mínimo significativo que pesquisadores do BIS (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 3), admitindo que não existe “um manual ou procedimento padrão para a gestão financeira do banco central” (tradução nossa),⁶⁴ recomendem que os bancos centrais considerem a ruptura (ainda que “parcial” e “transparente”) com os “*International Financial Reporting Standards*”, no intuito de minimizar ruídos em sua comunicação com mercados pouco racionais ou razoáveis.

Às diferenças no modo como são tratados os ativos (e, às vezes, os passivos), somam-se, por fim,⁶⁵ as diferenças no que concerne aos esquemas de distribuição e recapitalização.

A distribuição dos lucros do Banco Central ao Tesouro (ou, em casos mais raros, a outros acionistas) pode seguir regras preestabelecidas ou ser objeto de decisões *ad hoc* (por parte do Banco Central ou tomadas em conjunto com o Tesouro). Em alguns casos, as regras prescrevem metas para rubricas do subconjunto capital e reservas, incluindo os procedimentos de cálculo dos valores que, no caso de um exercício com resultados positivos, devem ser poupados. Curiosamente, esquemas *assimétricos*, em que o Banco Central deve transferir uma parte significativa ou mesmo a totalidade de seus lucros⁶⁶ ao Tesouro – sem que este tenha obrigações recíprocas em caso de prejuízo – parecem ser comuns.⁶⁷ De fato, numa amostra de trinta países analisada por Archer e Moser-Boehm (2013, p. 39), apenas em dois deles as regras previam *dividendos negativos* ou, por outra, a recapitalização do Banco Central, por parte do Tesouro, em caso de resultados negativos. Um terceiro exemplo – caso, como parece, o Brasil não tiver sido incluído na amostra – seria o

62. Basta pensar em bancos centrais que, adotando as mesmas práticas contábeis, tenham níveis diferentes de ativos líquidos em moeda estrangeira.

63. No Chile, mais de 90% dos ativos e 60% dos passivos eram, entre 2006 e 2010, contabilizados pelo valor justo *por meio do resultado*; no BCE, uma proporção menor do balanço era contabilizada pelo valor justo, sendo parte importante contabilizada pelo patrimônio; no caso do Fed, quase todo balanço era contabilizado pelo valor histórico (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 33).

64. Do original: “*standard rulebook or practice for central bank financial management*”.

65. Deixando de lado, porém, as iniciativas (muitas das quais recentes) de constituição, por bancos centrais, para fins de transferência de risco, de *special purpose vehicles*, que carregam títulos financeiros ou reservas oficiais.

66. Impedindo, porém, em alguns casos a distribuição de ganhos não realizados.

67. “Em muitos bancos centrais, as leis e práticas restringem (ou mesmo impedem) a retenção de excedentes, mesmo quando seu patrimônio líquido já é negativo” (tradução nossa). Do original: “*In many central bank cases, laws and practice provide only limited or no scope for the central bank to withhold surpluses even where equity is already negative*” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 37).

do BCB. Desde 2008, com a introdução das operações de “equalização cambial”, o “resultado financeiro das operações com reservas cambiais” do Banco Central (como será detalhado em outro texto) é compensado pelo Tesouro (se negativo) ou a ele transferido (se positivo) antes do cálculo do resultado do exercício.

5 CONCLUSÃO

A teoria econômica dominante e a institucionalidade contemporânea entronizaram o Banco Central como o protagonista da política macroeconômica, ao mesmo tempo em que procuraram (nem sempre com êxito) soterrar, sob camadas sucessivas de argumentos, o protagonismo da política fiscal. Como resultado, o Banco Central tornou-se mais ilustre, mas não menos desconhecido. Há pouca clareza acerca da natureza do Banco Central e, por conseguinte, acerca do significado de seu balanço e de seus resultados; acerca de seu relacionamento com o Tesouro; acerca dos múltiplos arranjos possíveis dos instrumentos de política monetária; e, finalmente, acerca dos próprios modos básicos (como supridor ou receptor de liquidez) de articulação com o sistema bancário. Este texto procurou consolidar contribuições recentes acerca do tema, na esperança de, com isso, facilitar a escolha das ferramentas necessárias à análise detalhada de casos específicos – como o do Banco Central do Brasil.

REFERÊNCIAS

- AAMODT, E.; TAFJORD, K. Structural liquidity. Bank: **Economic Commentaries**, n. 9, 2013.
- ARCHER, D.; MOSER-BOEHM, P. Central bank finances. **BIS Papers**, n. 71, April 2013.
- AGÉNOR, P. R.; EL AYNAOUI, K. **Excess liquidity, bank pricing rules, and monetary policy**. University of Manchester: Center for Growth and Business Cycle Research. Sept. 2008. (Discussion Paper Series n. 105).
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Demonstrações financeiras**. Brasília: BCB, 2002.
- _____. **Demonstrações financeiras**. Brasília: BCB, 2006.
- _____. **Funções do Banco Central do Brasil**: com informações até março de 2015. Brasília: BCB, 2015. (Série: Perguntas mais frequentes).
- BINDSEIL, U. **Monetary policy implementation: theory – past – present**. Oxford: Oxford University Press, 2004.

_____. **The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management.** European Central Bank, June 2011. (Working Paper Series, n. 1350). Disponível em: <<https://goo.gl/DxKcpA>>. Acesso em: 17 mar. 2016.

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

BINDSEIL, U. *et al.* **Excess reserves and the implementation of monetary policy of the.** European Central Bank. May 2004. (Working Paper Series, n. 361).

BINDSEIL, U.; JABLECKI, J. **A structural model of central bank operations and bank intermediation.** European Central Bank, March 2011. (Working Paper Series, n. 1312).

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Central Bank Governance Group. **Issues in the governance of central banks.** BIS, May 2009a.

_____. **Monetary policy frameworks and central bank market operations.** Markets Committee Compendium. March 2009b.

BORIO, C. **A hundred ways to skin a cat:** comparing monetary policy operating procedures in the United States, Japan and the euro area. Bank for International Settlements. 2001. (Economic Papers, n. 9).

BRASIL. Tesouro Nacional. **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária:** experiência internacional e o caso brasileiro. Brasília, 2013.

CARUANA, J. **Preface to Archer & Moser-Boehm.** Bank for International Settlements, 2013. (Working Papers n. 269).

CARVALHO JUNIOR, A. **Coordenação entre políticas fiscal, monetária e cambial:** a sistemática de repasse de resultados entre o Bacen e o Tesouro Nacional. *In:* FINANÇAS PÚBLICAS – XVI PRÊMIO TESOURO NACIONAL, 2011.

CAVALCANTI, M.; VONBUN, C. **Evolução da política do recolhimento compulsório no Brasil pós-real.** Brasília: Ipea, abril, 2013. (Texto para Discussão n. 1826).

DFC – DEPARTMENT OF FINANCE CANADA. **Evaluation of the debt auction process.** Last modified Feb. 25, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/LpkhdU>>. Accessed Nov. 2012.

DISYATAT, P. **Monetary policy implementation:** misconceptions and their consequences. Bank for International Settlements, Dec. 2008. (Working Papers).

FILARDO, A.; YETMAN, J. The expansion of central bank balance sheets in emerging Asia: what are the risks? Bank for International Settlements. **Quarterly Review**, p. 47-63, June 2012,

GANLEY, J. **Surplus liquidity**: implications for central banks. Bank of England, 2003. (Lecture Series n. 3).

GOODHART, C. A. E. **The changing role of central banks**. Bank for International Settlements. Nov. 2010. (Working Papers, n. 326).

GRAY, S. **Central bank management of surplus liquidity**. Bank of England, 2006. (Lecture Series n. 6).

KEYNES, J. M. A treatise on money. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. 5. London: Macmillan, 1971.

LAVOIE, M. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. **Journal of Economic Issues**, v. XLVII, n. 1, p. 1-31. March 2013.

_____. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. Cheltenham: Elgar, 2014.

LEISTER, M. D.; MEDEIROS, O. **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária**: a experiência internacional e o caso brasileiro. Tesouro Nacional, 2012. (Texto para Discussão n. 13).

NAGEL, J. Understanding central bank balance sheets. **International Economy Magazine**, n. 26, 31 August 2012. Disponível em: <<https://goo.gl/SzpAgL>>. Acesso em: 12 jun. 2015.

SALES, A. S.; TANNURI-PIANTO, M. Identification of monetary policy shocks in the Brazilian market for bank reserves. Brasília: BCB, Dec. 2007. (Working Paper Series n. 154).

TUCKER, P. **Managing the Central Bank's balance sheet**: where monetary policy meets financial stability. Bank of England Quarterly Bulletin, Autumn 2004.

A ESTRUTURA PATRIMONIAL DO SISTEMA BANCÁRIO NO BRASIL NO PERÍODO RECENTE (I-2007/I-2014)¹

Giuliano Contento de Oliveira²

1 INTRODUÇÃO

A conjunção entre taxa básica de juros elevada e institucionalidade da indexação financeira – herança do período de alta inflação –, lançou aos bancos no Brasil, em contexto de baixa inflação, a possibilidade de conformação de uma estrutura patrimonial ao mesmo tempo líquida e rentável, mesmo em conjunturas altamente adversas. A participação apenas moderada do crédito no ativo total do sistema bancário no Brasil, associada a elevados níveis de rentabilidade dessas instituições, foi bastante frequente ao longo do período pós-Real – com algumas poucas exceções³ (Oliveira, 2009a; Cintra, 2006). Depois da crise global de 2008, contudo, verificou-se uma alteração importante da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil, em razão da expressiva elevação da participação das operações de crédito no ativo total desse sistema.

Essa mudança decorreu, fundamentalmente, do aumento da importância dos bancos públicos no mercado de crédito no Brasil, com destaque à Caixa Econômica Federal (CEF), ao Banco do Brasil (BB) e ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), respectivamente. Em que medida esse processo tem induzido ou irá induzir o sistema bancário privado a modificar, também de forma substantiva, a sua estrutura patrimonial em direção às operações de crédito? Em que medida essa atuação dos bancos públicos tem sido ou será suficiente para viabilizar a constituição de um sistema privado de financiamento de longo prazo na economia brasileira? Estas indagações são relevantes para discutir, de maneira propositiva, o futuro do sistema bancário e financeiro no Brasil. Elas, de alguma maneira, orientam as discussões dessa pesquisa no plano mais geral.

1. Trabalho redigido em 2014, a partir de informações disponíveis até meados de 2014.

2. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). O autor agradece ao Ipea, em particular à Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac), o auxílio concedido no âmbito do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD). *E-mail*: <giulianoliveira@gmail.com>.

3. Como a do período imediatamente posterior ao Plano Real, bem como a do período mais recente.

Ao longo dos últimos vinte anos, observou-se no Brasil um processo de consolidação de um sistema bancário (*espinha dorsal* do Sistema Financeiro Nacional – SFN)⁴ bastante segmentado: de um lado, o BNDES, detendo praticamente o monopólio das operações de crédito de longo prazo;⁵ de outro, o restante do sistema bancário, orientado para as operações de curto prazo, com destaque para os bancos privados.⁶ Não obstante, tem-se observado uma crescente dificuldade de o BNDES viabilizar, integralmente, o financiamento de longo prazo na economia brasileira, em vista do progressivo esgotamento das operações de capitalização do referido banco realizadas pelo Tesouro Nacional (Torres Filho e Macahyba, 2012, p. 27-33). Faz-se premente, dessa maneira, a constituição de um sistema financeiro privado de longo prazo no Brasil. Contudo, para isso, há certo consenso de que a taxa básica de juros e os *spreads* bancários necessitam ser expressivamente reduzidos, mas sem o comprometimento, evidentemente, da estabilidade dos preços e do sistema financeiro.

Depois de um período marcado por taxa básica de juros excepcionalmente elevada no Brasil, entre julho de 1994 e o início de 1999, verificou-se um processo de redução bastante importante da taxa Selic ao longo do tempo. Entre março de 1999 e fevereiro de 2001, por exemplo, a taxa Selic caiu de 45% para 15,25% ao ano (a.a.). Essa forte redução foi permitida pela flexibilização cambial, no início de 1999, que libertou a política monetária, em boa medida, dos grilhões impostos pela rigidez cambial. Depois disso, verificaram-se momentos de altas e baixas dessa taxa, mas com a manutenção da tendência de queda de seu patamar. Não obstante, o nível da taxa básica de juros no Brasil permaneceu elevado. Isso, juntamente com a ausência de uma estrutura a termo dos juros convergente com o padrão internacional, com a institucionalidade da indexação financeira, com a liquidez diária de muitas aplicações financeiras e, por extensão, com os reduzidos prazos efetivos das obrigações emitidas pelos bancos, inviabilizou um sistema de captação de recursos suficientemente adequado para permitir a estruturação de um sistema financeiro privado de longo prazo no Brasil (Freitas, 2013; Torres Filho, 2012; Oliveira, 2009a). Segundo Torres Filho e Macahyba (2012, p. 31):

o elevado porte do BNDES no sistema financeiro brasileiro é, em certa medida, a outra face de um mercado de crédito privado de longo prazo ainda muito incipiente, tolhido pelas taxas de juros muito elevadas e pelos prazos curtos e que tem além disso que disputar com outros tipos de instrumentos de captação absolutamente líquidos.

4. Termo emprestado de Cintra (2006, p. 321).

5. Praticamente com exceção, apenas, do crédito habitacional. Ver, por exemplo, Torres Filho e Macahyba (2012, p. 27-33), Freitas (2009) e Torres Filho e Costa (2013).

6. O sistema bancário privado, assim, a despeito de apresentar alta sofisticação e capacidade de geração de resultados em diferentes contextos macroeconômicos, não se mostra funcional no que diz respeito ao financiamento do investimento. Para mais informações, ver: Carvalho (2007), Cintra (2006), Studart (1999) e Paula (2013).

Depois da crise global de 2008, a taxa básica de juros da economia brasileira (taxa apurada no Sistema Especial de Liquidação e Custódia – Selic) atingiu o patamar nominal mínimo de 7,25% a.a., prevalecente entre outubro de 2012 e meados de abril de 2013. Essa expressiva redução, contudo, além de ter refletido o aumento da potência da política monetária e aperfeiçoamentos institucionais diversos (com destaque às mudanças realizadas no sistema de remuneração da caderneta de poupança), decorreu de um contexto internacional bastante singular, marcado por taxas de juros reais negativas nas principais economias desenvolvidas, no contexto da crise financeira mundial. Pode-se afirmar, pois, que uma das condições necessárias para incentivar a constituição de um mercado de crédito privado de longo prazo no Brasil, a saber, um nível de taxa básica de juros compatível com o padrão internacional, ainda não se materializou. As pressões de alta sobre os preços logo apareceram e incitaram a reorientação da política monetária. A partir da segunda quinzena de abril de 2013, a taxa Selic voltou a subir.

Pode-se afirmar que passados vinte anos da conquista da estabilidade de preços, a economia brasileira ainda está por alcançar a estabilidade monetária.⁷ Isso porque, a despeito da tendência de queda do patamar tanto da taxa Selic como dos *spreads* bancários ao longo do período pós-Real, bem como da relativa estabilidade dos preços dos bens e serviços, as taxas de juros e os *spreads* bancários ainda são muito elevados no país, considerando-se o padrão internacional. Tais condições, em um ambiente globalizado e altamente concorrencial, dificultam sobremaneira a constituição de um sistema financeiro privado capaz de financiar os investimentos de longo prazo na economia brasileira. O problema se torna ainda mais agudo, vale ressaltar, à medida que a capacidade de o BNDES acomodar a demanda por recursos de longo prazo vai se reduzindo.

No plano estritamente monetário-financeiro, prevalece, pois, uma situação no mínimo curiosa: a taxa básica de juros é bastante alta para os padrões internacionais, mas muitas vezes insuficiente para viabilizar o cumprimento do centro da meta para a inflação (Oliveira, 2012). Transcende o escopo deste trabalho discorrer sobre os fatores que explicam a prevalência de taxas de juros altas no Brasil, tanto a taxa Selic como as taxas praticadas pelos bancos. Importa tão somente destacar que essa condição dificulta, senão inviabiliza, a estruturação de um sistema financeiro privado de financiamento de longo prazo, pois: *i*) do lado da oferta, o custo de captação elevado, imposto pela alta taxa Selic, entremeado pela institucionalidade da indexação financeira e pela liquidez diária de grande parte das aplicações financeiras, inviabiliza a concorrência dos bancos com o BNDES no financiamento de longo prazo; e *ii*) do lado da demanda, a obtenção de recursos com taxas de juros

7. Torres Filho (2012, p. 111) parece concordar com essa impressão, quando afirma que “A evolução do mercado de crédito bancário brasileiro nos últimos anos é uma evidência de que o processo de estabilização ainda não se completou”.

mais elevadas impõe um diferencial de competitividade que, em muitos casos, inviabiliza a realização do investimento. Eis, pois, a atual situação da economia brasileira nessa dimensão. Freitas (2013) sintetiza as limitações do financiamento de longo prazo no Brasil da seguinte maneira.

Uma vez que a maior parte da poupança financeira doméstica está aplicada em ativos de curto prazo e/ou indexados à taxa de juros de curtíssimo prazo, os recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os depósitos de poupança resultam insuficientes para atender às necessidades de financiamento de longo prazo (infraestrutura, indústria, pesquisa e inovação, e habitação). O risco elevado dos projetos de investimento de longo prazo afasta os investidores e os bancos privados, que encontram melhor opção nos títulos públicos, ativos com rentabilidade e liquidez elevadas. Em razão da existência de títulos de dívida pública indexados à taxa básica de juros, a grande maioria dos agentes econômicos apresenta um viés de curto prazo em suas decisões de alocação da riqueza financeira, priorizando aplicações com remuneração referenciada à taxa de juros do mercado interbancário (Certificado de Depósito Interfinanceiro – CDI-over), o que dificulta o surgimento de um mercado de financiamento voluntário de longo prazo (Freitas, 2013, p. 153).

Nessa perspectiva, o objetivo deste trabalho consiste em analisar a estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil no período recente (2007-2014). Ao longo desse período, a taxa de juro básica da economia (apurada no âmbito Selic) chegou a atingir o patamar mais baixo em termos históricos (considerado o período pós-Real) e verificou-se a eclosão da crise global de 2008. A análise dos dados e indicadores selecionados mostra que o sistema bancário no Brasil, analisado em seu conjunto, migrou para uma posição patrimonial menos líquida exatamente em um contexto marcado por maior incerteza. Isso foi possível, fundamentalmente, em razão do comportamento não apenas anticíclico, mas também dinamizador do crédito assumido pelos bancos públicos, com destaque ao BB, à CEF e ao BNDES, indispensável para garantir as condições de financiamento do sistema, principalmente no período imediatamente subsequente à crise global de 2008. Enquanto a expansão do crédito bancário verificada no Brasil entre meados de 2003 e meados de 2008 foi capitaneada pelos bancos privados, depois da referida crise a continuidade dessa trajetória foi viabilizada pelos bancos públicos.

Não obstante, a atuação dos bancos públicos tende a não ser capaz de, isoladamente, assegurar a continuidade de uma estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil cada vez mais baseada no crédito e com prazos mais longos das operações ativas. Decerto, a concretização da estabilidade monetária, com a consequente redução consistente do patamar da taxa básica de juros e dos *spreads* bancários, assim como a viabilização de uma estrutura de passivos mais compatível com o alongamento das operações ativas dos bancos e de um mercado de capitais dinâmico e profundo são elementos fundamentais para a constituição de um sistema financeiro mais funcional ao crescimento econômico e social.

Para alcançar o objetivo mencionado, este capítulo foi dividido em duas seções, além desta introdução e da conclusão. Inicialmente, são apresentadas as bases de dados de balanço dos bancos no Brasil e discutidos aspectos metodológicos indispensáveis para a análise da estrutura patrimonial do sistema bancário brasileiro. Trata-se de uma discussão importante, na medida em que as principais instituições financeiras bancárias atuantes no Brasil conformam conglomerados econômicos e/ou financeiros, condição que implica diferenças relevantes entre os dados de balanço patrimonial analisados, a depender do tipo de instituição e de informação que se leva em consideração. A seguir, na segunda seção, realiza-se uma discussão preliminar da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil. Procurou-se analisar a evolução de contas e indicadores selecionadas do ativo e do passivo desse sistema, bem como verificar se e como ele reagiu à crise e ao processo de redução do nível da taxa básica de juros no Brasil, especialmente durante o interregno de diminuição mais acentuada.

2 BALANÇO PATRIMONIAL DOS BANCOS NO BRASIL: BASE DE DADOS UTILIZADA E ASPECTOS METODOLÓGICOS

Esta seção analisa a principal base de dados de balanço das instituições financeiras atuantes no Brasil⁸ e discute aspectos metodológicos referentes às informações contábeis prestadas por essas instituições. Basicamente, busca-se, a partir dessa discussão: *i*) colocar em evidência as fontes de informações disponíveis na referida base, bem como as suas especificidades;⁹ e *ii*) explicitar os diferentes significados das informações contábeis prestadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (BCB). Mais objetivamente, nessa segunda dimensão, a ideia consiste em mostrar as diferenças das informações contábeis existentes entre as instituições independentes, os conglomerados financeiros e os conglomerados econômicos.

Na medida em que os grandes bancos que operam atualmente no Brasil, por um lado, respondem por parcela representativa das operações realizadas no âmbito do sistema bancário, e, por outro, formam conglomerados financeiros, a análise da estrutura patrimonial desse sistema sugere a consideração das informações contábeis

8. Existem outras fontes de dados de informações contábeis dos bancos no Brasil. As principais são: *sites* das instituições financeiras, *link* da relação com investidores; *Revista Bancária Brasileira*; *Economática* (no caso das instituições com capital aberto); e jornais e revistas nos quais os balanços dessas instituições são divulgados. A base organizada e disponibilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), contudo, apresenta as informações contábeis de forma mais ágil e acessível, em uma plataforma homogênea, além de apresentá-las a partir de diferentes critérios metodológicos. Por isso, a base de dados do BCB constitui a principal fonte de informações contábeis dos bancos que operam no país atualmente. Evidentemente, isso não significa, inclusive conforme será sugerido neste trabalho, que a base do BCB não seja passível de aprimoramentos. A propósito, ciente disso, o próprio BCB tem realizado aperfeiçoamentos constantes nessa base de dados.

9. O BCB tem realizado mudanças e aprimoramentos constantes na base de dados sobre as instituições financeiras atuantes no Brasil. As fontes diversas passaram a ser aglutinadas no *link Sistema Financeiro Nacional, Informação para análise econômico-financeira*. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/tnyfi>>.

dos referidos conglomerados, em vez daquelas tão somente atinentes às suas instituições líderes (independentes). Conforme será mostrado, as demonstrações contábeis dos conglomerados financeiros permitem a avaliação do núcleo financeiro de um dado grupo econômico. Isso, contudo, não significa que tais demonstrações não possam ser influenciadas pelos resultados de possíveis instituições não financeiras que não fazem parte, por definição, das instituições financeiras do grupo.

Procura-se argumentar, ao longo desta seção, que a desconsideração dessas diferenças metodológicas envolvendo as demonstrações contábeis das instituições financeiras pode resultar em conclusões parciais ou até mesmo equivocadas sobre o comportamento e as estratégias dessas instituições.

2.1 Base de dados do BCB

O BCB disponibiliza as informações contábeis dos bancos no Brasil a partir de três classificações distintas, a saber: *i*) instituição independente; *ii*) conglomerado financeiro; e *iii*) conglomerado econômico.

Nessa perspectiva, a seção busca explicitar os diferentes conceitos e as distintas metodologias de consolidação dos dados de balanço dos bancos instalados no Brasil disponibilizadas no *site* do BCB, bem como discutir os limites impostos por cada uma delas para efeito de análise das demonstrações contábeis dessas instituições.

São três as fontes de informações contábeis dos bancos no Brasil disponibilizadas no site do BCB na internet, *link Sistema Financeiro Nacional – informações para análise econômico-financeira*,¹⁰ a saber: *i*) balancetes; *ii*) 50 maiores bancos; e *iii*) informações financeiras trimestrais (IFT).¹¹ No caso desta última, contudo, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB passaram a ser dispensadas de elaborar e enviar o documento IFT a partir do primeiro trimestre de 2013 (Circular nº 3.630, de 2013). Além disso, os dados de balanço dos conglomerados econômicos e financeiros deixaram de constar na referida base a partir de 2010 (Cartas Circulares nºs 3.369 e 3.431, respectivamente de 7 de janeiro de 2009 e de 12 de fevereiro de 2010)¹² – na maioria dos casos, os dados estão disponíveis apenas até o terceiro trimestre de 2010.

Essa base de dados de balanço dos bancos no Brasil apresentou modificações e aperfeiçoamentos ao longo do tempo. Mais recentemente, por exemplo, a fonte *balancetes* passou a disponibilizar separadamente, além dos dados das instituições

10. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/tnyH6>>.

11. Mais recentemente o BCB criou a fonte IF.data, que também disponibiliza os dados contábeis das instituições financeiras supervisionadas, basicamente tal como na fonte 50 maiores bancos. Nesta fonte, contudo, outras informações são disponibilizadas (por enquanto, a partir de junho de 2014), relacionadas à exposição a riscos (preços das ações, cambial, crédito etc.) e à carteira de crédito. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/tnyJm>>.

12. Informações obtidas a partir de contato do autor com o Banco Central do Brasil.

Para a consulta dos documentos, ver: <<http://migre.me/tnyKf>> e <<http://migre.me/tnyKW>>.

independentes (anteriormente, apenas esses dados eram disponibilizados nessa fonte), as informações contábeis das seguintes instituições financeiras, para diferentes intervalos temporais e periodicidades, a saber: *i*) cooperativas de crédito; *ii*) administradores de consórcios; *iii*) sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e câmbio, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias, sociedades de arrendamento mercantil, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte; e *iv*) conglomerados financeiros.¹³

Nessa fonte de dados, a periodicidade das informações contábeis das instituições dos respectivos subgrupos é mensal, com dados de balanço entre julho de 1994 ao período mais recente (defasagem média de três meses).¹⁴ No caso dos conglomerados financeiros, embora os dados também tenham periodicidade mensal, em junho de 2014, as informações estavam disponíveis para o intervalo entre julho de 1994 e abril de 1995, entre maio e outubro de 2006, e de maio de 2007 em diante (também com defasagem média de três meses). No fim de 2014/início de 2015, a série havia sido disponibilizada integralmente, sem descontinuidades, a partir de julho de 1994.¹⁵

Ainda em relação às informações concernentes à fonte “a” (“*balancetes*” – antiga “informações contábeis analíticas e consolidadas por segmento”), os dados do balanço patrimonial das instituições financeiras são apresentados de forma aglutinada no que diz respeito aos ativos circulante e realizável, de um lado, e aos passivos circulante e exigível, de outro. Essa restrição impede a análise da evolução dos prazos das operações dos bancos ao longo do tempo, bem como da compatibilidade entre as maturidades das operações ativas e passivas. Na base “50 maiores bancos”, vale salientar, as contas são ainda mais agregadas, também não havendo essa desagregação entre os ativos circulante e realizável, assim como entre os passivos circulante e exigível. Finalmente, na fonte “a” são apresentados os saldos de todas as contas do balanço patrimonial até o nível 3 do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif).¹⁶

Na fonte “b”, “50 maiores bancos”, por sua vez, são apresentados os dados contábeis das instituições financeiras atuantes no país, no conceito de conglomerado

13. Na base *informações para análise econômico financeira – balancetes*, os dados dos “conglomerados” referem-se aos “conglomerados financeiros”.

14. Isso, vale salientar, quando do acesso ao site do BCB entre maio e agosto de 2014. Destaca-se também que naquele período esses dados eram obtidos no link *Sistema Financeiro Nacional – informações contábeis*.

15. A restrição existente em junho de 2014 era passível de ser remediada, parcialmente e para o caso dos conglomerados financeiros, a partir da base “50 maiores bancos” – embora as contas de balanço das instituições a partir desta fonte sejam mais agregadas.

16. No capítulo 2 deste documento, que trata do elenco das contas, são apresentadas as contas que integram o plano contábil e suas respectivas funções, envolvendo todos os níveis de desagregação. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/tnyN2>>.

financeiro ou de instituição independente – dependendo de a instituição constituir, ou não, conglomerado no país. Nessa fonte, os dados são apresentados com periodicidade trimestral e a série tem início em dezembro de 1995. Originalmente, as informações eram apresentadas para as cinquenta maiores instituições financeiras atuantes no Brasil. Contudo, a partir do segundo trimestre de 2009, o número de instituições contemplado na base passou a ser progressivamente ampliado. Na posição de junho de 2009, por exemplo, os dados estavam disponíveis para 136 instituições; em junho de 2010, para 138; em junho de 2011, para 427 etc. No primeiro trimestre de 2014, a base contemplava 1.555 instituições financeiras (bancárias e não bancárias).

Vale salientar, ainda, que nessa base de informações, os dados contábeis são apresentados na forma de contas selecionadas e agregadas, a partir de cinco grupos de informações: *i)* resumo; *ii)* ativo; *iii)* passivo; *iv)* resultado de intermediação financeira; e *v)* resultado líquido. No caso do ativo, por exemplo, também não há segregação entre circulante e realizável a longo prazo. O total do ativo circulante mais o realizável, ademais, apenas pode ser obtido via diferença entre o ativo total e o ativo permanente. No caso do passivo, a base fornece somente o passivo circulante e exigível aglutinado. Frise-se que, diferentemente da tabela apresentada pelo BCB, que consta “passivo exigível”, a referida coluna refere-se à somatória do passivo circulante, do passivo exigível e dos resultados de exercícios futuros. A composição de cada conta aglutinada do balanço patrimonial disponível dos bancos nessa fonte, a partir do código Cosif, está apresentada no anexo A.

Na fonte “c”, “informações financeiras trimestrais (IFT)”, são disponibilizadas as informações de conglomerados econômicos (consolidado econômico-financeiro – Conef) e financeiros (a mesma da fonte “a”, quando excluída a conta compensação), além das concernentes às instituições independentes. A periodicidade dos dados é trimestral e, no caso dos conglomerados (econômico e financeiro), as informações são disponíveis apenas entre o primeiro trimestre de 2001 e o terceiro trimestre de 2010. A vantagem desta fonte em relação à fonte “b”, é que os dados do balanço patrimonial dos bancos são mais desagregados, inclusive entre ativo circulante e realizável e entre passivo circulante e exigível. Além disso, são disponibilizadas as notas explicativas das demonstrações contábeis, diferentemente das fontes “a” e “b”. Contudo, o documento IFT deixou de ser exigido de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB. Dessa forma, os dados de balanço dos conglomerados, na base IFT, estão disponíveis apenas entre o primeiro trimestre de 2001 e o terceiro trimestre de 2010.¹⁷

17. Nessa base, existe a possibilidade de consulta dos dados por CNPJ ou por nome da instituição. Contudo, nas consultas realizadas entre maio e junho de 2014, o sistema não estava permitindo a consulta por nome, a partir da qual são apresentadas as informações contábeis de diversas instituições (independentes) do conglomerado, bem como dos próprios conglomerados, no caso de algumas instituições. Além disso, para o conglomerado financeiro do Bradesco, por exemplo, nem mesmo a consulta pelo CNPJ permitia o acesso aos dados.

Mas, se, de um lado, o BCB deixou de exigir das instituições financeiras e demais instituições por ele autorizadas a funcionar a elaboração e o envio do documento IFT, de outro, passou a disponibilizar, na fonte “a”, os dados dos conglomerados financeiros – há alguns anos, conforme mencionado, essa base disponibilizava apenas as informações contábeis das instituições independentes. Nesse processo, contudo, perdeu-se a possibilidade de separar os ativos e passivos de curto e longo prazos dos conglomerados financeiros, pois os dados destes disponíveis na fonte “a” não apresentam essa desagregação. Essa restrição impossibilita a análise da evolução das maturidades das operações ativas e passivas desses grupos, bem como a mensuração do risco de descasamento entre os seus ativos e passivos.

Embora tenha a desvantagem da agregação, a fonte “b”, “50 maiores bancos” tem a vantagem de apresentar as principais informações contábeis dos bancos no Brasil, bem como os dados consolidados para diferentes conceitos de consolidado bancário e para o sistema financeiro (anexos B e C). Os dados do consolidado bancário permitem uma visão geral do sistema bancário brasileiro, enquanto os dados por instituição possibilitam a análise das estratégias de balanço individuais implementadas ao longo das fases de expansão e contração dos negócios. A principal deficiência dessa base consiste na agregação de contas de balanço tanto das instituições como dos sistemas bancário e financeiro. Em princípio, as informações desagregadas, inclusive no que se refere às maturidades dos ativos e passivos, poderiam ser obtidas na fonte “b” (IFT, informações financeiras trimestrais). Mas, conforme indicado, as instituições financeiras deixaram de ser obrigadas a elaborar e emitir o documento IFT ao BCB, sendo que os dados dos conglomerados financeiros estão disponíveis nessa fonte apenas entre o primeiro trimestre de 2001 e o terceiro trimestre de 2010.¹⁸ Por isso, a alternativa para efeito da referida obtenção de informações mais desagregadas se coloca no âmbito da fonte “a”, nos “balancetes”, que informa sobre os conglomerados financeiros. Contudo, nesta fonte, conforme salientado, não há desagregação entre os ativos circulante e realizável e os passivos circulante e exigível, inviabilizando a análise das maturidades das operações.

Diante dessas condições e considerando o objetivo inicial de analisar, em seu conjunto, a estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil a partir de 2007 sob a ótica dos conglomerados financeiros, a análise da estrutura patrimonial dos bancos no Brasil realizada adiante, na próxima seção, faz uso preponderante da fonte “b” (“50 maiores bancos” – disponibilizada pelo BCB em sua página na internet).¹⁹

18. No caso do HSBC conglomerado financeiro (CNPJ 51152), por exemplo, os dados apenas são disponibilizados entre o primeiro trimestre de 2001 e o último trimestre de 2009.

19. Em um segundo momento da pesquisa, além de explorar mais os dados da fonte “b”, pretende-se complementar a análise com os dados da fonte “a”.

2.2 Aspectos metodológicos

Em função do processo de consolidação dos dados de balanço dos bancos, as informações contábeis das instituições financeiras independentes, dos conglomerados financeiros e dos conglomerados econômicos podem diferir substancialmente umas das outras.

Uma visão mais abrangente do banco enquanto bloco de capital torna sugestiva a consideração do conglomerado econômico. Na perspectiva da análise do grupo financeiro, por seu turno, os dados do conglomerado financeiro tendem a ser os mais indicados. Para uma visão mais específica de uma das instituições de um grupo, a análise dos dados de balanço da instituição independente mostra-se recomendável.

O conglomerado financeiro refere-se ao 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 Cosif (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” (Circular nº 1.273/1987).²⁰

A ideia da consolidação das demonstrações contábeis consiste, pois, em conceber o conglomerado, no caso em tela, o financeiro, como se fosse uma única instituição²¹ (Cosif, 1987, p. 82-91; Iudícibus, Martins e Gelbcke, 2006; Almeida, 1991). Ainda de acordo com o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – Cosif 21.1.3 (1987, p. 82).

Para efeito de determinação do conjunto de entidades sujeitas à consolidação operacional das demonstrações financeiras das instituições públicas e privadas, incluem-se: (Circular nº 1.273) a) o banco múltiplo; b) o banco comercial; c) o banco de investimento; d) o banco de desenvolvimento; e) a caixa econômica; f) a sociedade de crédito, financiamento e investimento; g) a sociedade de crédito ao microempreendedor; h) a sociedade de arrendamento mercantil; i) a sociedade de crédito imobiliário; j) a sociedade corretora; l) a sociedade distribuidora; m) companhias hipotecárias.

20. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/tnyOE>> e <<http://migre.me/tnyQe>>. O conglomerado econômico, de acordo com o BCB, “inclui, também, as demais entidades não financeiras”, ver: <<http://migre.me/tnyRU>>.

21. Para um aprofundamento do processo de consolidação das demonstrações financeiras, bem como seus possíveis métodos, ver Iudícibus, Martins e Gelbcke (2006), Niyama e Gomes (2012, p. 160-173) e Almeida (1991). Para este último autor (1991, p. 17), “quando existem várias sociedades formando um grupo ou uma entidade, o leitor somente terá um entendimento da real situação econômico-financeira se as demonstrações financeiras dessas diversas sociedades forem consolidadas em uma única demonstração contábil, que reflita a posição da entidade ou do grupo”. Evidentemente, conforme assinalam Iudícibus, Martins e Gelbcke (2006, p. 461), este problema se faz sentir de forma mais intensa em empresas que têm investimentos importantes em outras do mesmo grupo.

Em primeiro lugar, deve-se observar que o conceito de conglomerado financeiro não contempla o ramo de seguros, previdência e capitalização. Ademais, como ressalva Cosif,²² o BCB

manda que sejam consolidados os demonstrativos do conglomerado financeiro. Isto é, as empresas do grupo que não sejam autorizadas a funcionar pelo Banco Central não devem participar dessa consolidação. Essa é uma falha gravíssima na norma do Banco Central visto que prejuízos sofridos pelo conglomerado podem ser escondidos nas empresas não financeiras não participantes da consolidação. Também podem ser escondidos resultados positivos, que nas instituições do Sistema Financeiro Nacional tenham maior tributação.²³

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 integrantes. Ou seja, as informações contábeis consolidadas devem refletir as transações realizadas entre o grupo e as empresas alheias a ele, sendo eliminadas aquelas efetivadas entre as empresas integrantes de um mesmo grupo. Em termos gerais, a ideia da consolidação consiste em somar os saldos das respectivas contas das empresas que integram um dado grupo, a partir de um mesmo critério contábil de apuração e registro das operações, e excluir as transações realizadas entre as empresas do mesmo grupo, bem como dos saldos existentes de uma empresa contra outra que pertence ao mesmo grupo/conglomerado. Objetiva-se, com isso, evitar a contabilização de transações realizadas entre as empresas que formam um mesmo conglomerado,²⁴ de sorte a viabilizar uma análise mais precisa da situação líquida patrimonial de um dado grupo de instituições, especialmente no que diz respeito a participações recíprocas e a fluxos de investimentos.

Dito de outro modo, a consolidação das demonstrações contábeis de um dado conglomerado financeiro consiste no processo de construção de um demonstrativo unificado, somando-se os saldos registrados nas demonstrações financeiras individuais das entidades que formam o grupo, suprimindo-se as participações de uma empresa em outra, os saldos das respectivas contas, bem como as receitas e as despesas correspondentes às operações realizadas entre as empresas integrantes do conglomerado. No processo de consolidação, as empresas que formam um conglomerado, dessa forma, são concebidas como departamentos de uma mesma organização. De acordo com o Cosif (1987, p. 82):

22. Portal de contabilidade coordenado pelo contador Americo Garcia Parada Filho, ver: <<http://migre.me/tnyT7>>.

23. Ainda de acordo com o portal, divergências entre o Cosif, as normas brasileiras de contabilidade, a lei da sociedade por ações e o regulamento do imposto de renda têm "dificultado acentuadamente a perfeita análise da situação patrimonial das instituições do Sistema Financeiro Nacional, além de obrigar a escrituração de ajustes no Lalur – Livro de Apuração do Lucro Real".

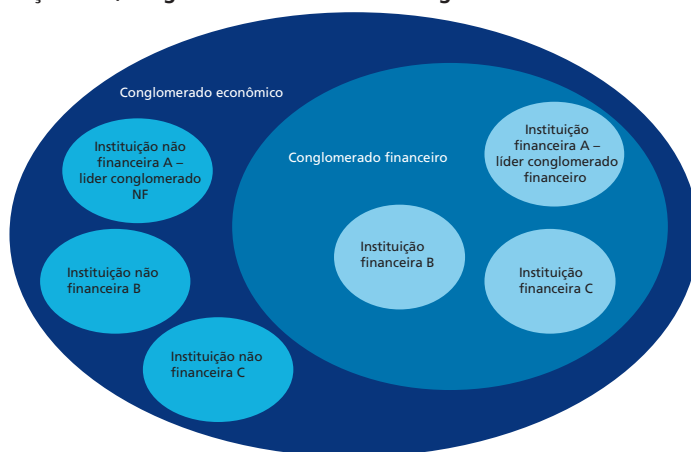
24. Ver Art. 250 da Lei nº 6.404/1976, que trata das operações que devem ser excluídas das informações financeiras consolidadas, e instrução CVM 15/80, que dispõe sobre as instituições obrigadas a divulgar tais informações.

o conglomerado financeiro, como se este constituísse uma única entidade econômica, deve elaborar consolidação operacional das demonstrações financeiras através de sua instituição líder, refletindo a adequada situação econômico financeiro-patrimonial. Para tanto, as transações de quaisquer naturezas realizadas entre as instituições componentes do conglomerado, para efeito de consolidação, devem ser consideradas como se tivessem sido efetuadas entre departamentos integrantes dessa unidade econômica (Circular nº 1.273).

Os dados contábeis dos conglomerados financeiros também diferem, evidentemente, daqueles referentes às instituições independentes – entendidas como instituições financeiras do tipo banco múltiplo sem carteira comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou caixa econômica que não integram conglomerado (Cosif, 1987, p. 82). Isso porque, no caso das instituições independentes, diferentemente dos conglomerados, as demonstrações contábeis não são consolidadas, podendo haver ativos de uma dada instituição contra passivos de outra pertencente ao mesmo grupo, sem a devida unificação do demonstrativo financeiro.

A figura 1 explicita a diferença entre instituição independente, conglomerado financeiro e conglomerado econômico. Pode-se verificar, nesse exemplo estilizado, que a instituição líder compõe apenas uma das instituições independentes que conformam um dado conglomerado, seja ele financeiro, não financeiro ou econômico. O agrupamento de instituições financeiras independentes, incluindo a instituição líder, conforma o chamado conglomerado financeiro. Um grupo com atuação em múltiplos mercados, financeiros e não financeiros (incluindo, frise-se, previdência, seguros e capitalização), conforma, em seu conjunto, um conglomerado econômico. Este, assim, corresponde ao conjunto de instituições financeiras e não financeiras.

FIGURA 1
Instituição líder, conglomerado financeiro e conglomerado econômico



A rigor, as instituições financeiras que formam conglomerado subdividem as suas operações em três grandes ramos de atuação, a saber: *i*) financeiro; *ii*) seguros, previdência e capitalização; e *iii*) outras atividades.²⁵ Então, esses três ramos, em conjunto, irão formar um dado conglomerado econômico. Sendo que uma instituição financeira líder do conglomerado financeiro pode ou não ser a instituição líder dos demais ramos de operação de um dado conglomerado.

QUADRO 1
Bradesco – relação de instituições do conglomerado financeiro (2014)

CNPJ	Nome	Funcionamento
60.746.948	Banco Bradesco S/A	Em atividade
61.855.045	Bradesco S/A Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	Em atividade
33.485.541	Banco Boavista Interatlântico S/A	Em atividade
62.375.134	BRAM – Bradesco Asset Management S/A Distribuidora de Título	Em atividade
47.509.120	Bradesco Leasing S/A Arrendamento Mercantil	Em atividade
52.568.821	Bradesco Administradora de Consórcios LTDA	Em atividade
33.870.163	Banco Alvorada S/A	Em atividade
74.533.787	Everest Leasing S/A Arrendamento Mercantil	Em atividade
62.042.890	Tibre Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA.	Em atividade
06.271.464	Banco Bradesco BBI S/A	Em atividade
00.066.670	BEM – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA	Em atividade
07.299.480	BEC Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA	Em atividade
60.419.645	Banco Bankpar S/A	Em atividade
59.438.325	Banco Bradesco Cartões S/A	Em atividade
27.098.060	Banco CBSS S/A	Em atividade
07.207.996	Banco Bradesco Financiamentos S/A	Em atividade
04.163.016	BMC Asset Management – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	Em atividade
74.014.747	Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A	Em atividade
05.676.026	Crediare S/A – Crédito, Financiamento e Investimento	Em atividade
04.184.779	Banco Bradescard S/A	Em atividade
33.147.315	Banco Bradesco BERJ S/A	Em atividade
74.552.142	Alvorada Cartões, Crédito, Financiamento e Investimento S/A	Paralisada

Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

25. Ver, por exemplo, área de relação com investidores do banco Bradesco: <<https://goo.gl/iaFgpG>>.

Considere-se, por exemplo, o caso do Banco Bradesco, segunda maior instituição financeira privada do país e exemplo típico de conglomerado econômico e financeiro. O Banco Bradesco S/A (CNPJ 60.746.948) corresponde à instituição líder do conglomerado financeiro. O quadro 1 permite observar, contudo, que a instituição líder é apenas uma entre as diversas instituições que formam a referida *holding* financeira (CNPJ 61.529.343). Trata-se de instituições com CNPJs diferentes. O conglomerado financeiro contempla, além da instituição financeira líder (Banco Bradesco S/A), corretora, administradora de consórcios, corretora de títulos e valores mobiliários, cartões, financiamentos etc.

O fato de o conglomerado financeiro contemplar as demonstrações contábeis individuais de instituições financeiras que o integram não significa, necessariamente, que tais demonstrações não possam sofrer influência de resultados decorrentes de participações societárias de entidades financeiras em empresas não financeiras. Ou seja, se uma entidade financeira integrante do conglomerado financeiro detiver participação societária em uma entidade não financeira, participante de um mesmo conglomerado econômico, tal como a instituição financeira, as demonstrações contábeis do conglomerado financeiro serão influenciadas pelos resultados das empresas não financeiras sobre as quais as instituições financeiras pertencentes ao referido conglomerado detêm participação societária.²⁶ Isso porque, conforme já indicado, a consolidação das demonstrações contábeis, no caso dos conglomerados financeiros, contempla o conjunto de instituições financeiras que integram os respectivos conglomerados.²⁷

Dito de outro modo, embora um conglomerado financeiro seja formado por 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. Podem existir, pois, participações societárias entre as entidades financeiras e não financeiras participantes de um mesmo conglomerado econômico, 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

26. Diferentemente seria o caso, por exemplo, de uma instituição financeira (A) que possui participação societária em uma outra instituição financeira (B) pertencente ao mesmo conglomerado (financeiro). Neste caso, o processo de consolidação faz com que o valor do investimento realizado da instituição A na instituição B, contra a respectiva participação acionária no patrimônio líquido de B, seja eliminado – Cosif 21-4-2 (1987, p. 84). Procedimento similar se aplica no caso da demonstração consolidada de resultados – Cosif 21-5 (1987, p. 84-85).

27. Vejamos, por exemplo, a fonte “b”, “50 maiores bancos”. No que diz respeito às contas do demonstrativo de resultados, resultado líquido, há uma conta chamada “Resultado de participação em controladas e coligadas”, aglutinando as seguintes contas Cosif: 71800002 (+), 71990802 (+), 71990905 (+), 81600003 (+), 81830804 (+), 81830907 (+).

referido conglomerado.²⁸ Portanto, havendo participação societária de instituições financeiras em entidades não financeiras (não pertencentes ao conglomerado financeiro, mas ao conglomerado econômico), os resultados destas irão afetar os resultados daquelas.²⁹

A figura 2 apresenta um caso exemplar desse tipo de arranjo. As flechas indicam as participações societárias que uma empresa possui em outra. No caso em tela, as instituições financeiras (IFs) B e C, pertencentes ao conglomerado financeiro do grupo econômico formado por entidades financeiras e não financeiras, detêm participações societárias nas empresas não financeiras (INFs) B e C do ramo não financeiro do conglomerado econômico, respectivamente. Com efeito, nesse tipo de caso, as demonstrações contábeis do conglomerado financeiro irão incorporar os ativos e resultados respectivos das instituições não financeiras, em vista da participação societária que IF B e IF C detêm em INF B e INF C, respectivamente. Isto é, o fato de a demonstração contábil de um conglomerado financeiro corresponder a uma demonstração contábil consolidada das instituições financeiras de um dado conglomerado econômico não significa que ela não possa incorporar ativos e resultados de instituições não financeiras.³⁰ Apenas, as instituições não financeiras não participam do processo de consolidação das informações contábeis do conglomerado financeiro.

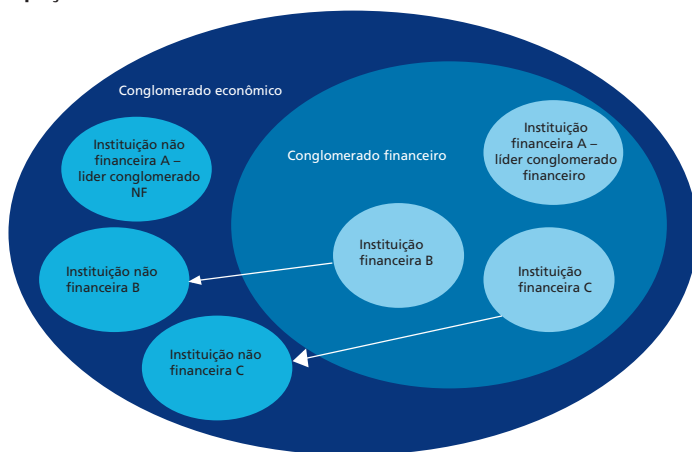
A figura 3, por sua vez, apresenta um organograma societário estilizado de uma situação em que a mesma instituição financeira que lidera o conglomerado financeiro também detém participação societária no ramo de seguros, previdência e capitalização, de um mesmo grupo econômico-empresarial do qual ela também faz parte. Trata-se de um caso típico em que as demonstrações contábeis do conglomerado financeiro, mesmo contemplando apenas as instituições financeiras de um dado grupo econômico, incorpora ativos e resultados de entidades não financeiras do referido grupo. A instituição (financeira) líder do conglomerado financeiro, inclusive, pode deter participação societária integral na instituição (não financeira) líder do “braço” não financeiro do grupo.

28. 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*.

29. 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.

30. No Brasil, frise-se, no caso de diversos grandes bancos que formam conglomerados financeiros e econômicos, os resultados obtidos em participações em empresas controladas e coligadas contribuem de forma importante para os lucros obtidos por essas instituições.

FIGURA 2
**Instituição líder, conglomerado financeiro e conglomerado econômico:
 participações societárias**



Elaboração do autor.

O organograma societário do Banco Bradesco elucidava o caso estilizado mostrado na figura 3. O Banco Bradesco S/A (CNPJ 60.746.948) é a instituição líder da *holding* financeira (CNPJ 61.529.343) do grupo e possui participação societária de 100% na Bradesco Participações, que, por sua vez, detém participação de 100% na Bradesco Seguros, instituição líder do ramo de seguros, previdência e capitalização do grupo. Nesse formato de organização societária, os resultados obtidos no ramo de seguros, previdência e capitalização serão incorporados ao demonstrativo de resultado do conglomerado financeiro Bradesco – conta participação em resultados de controladas e coligadas. Ou seja, o Banco Bradesco é um caso típico de conglomerado não apenas financeiro, mas também econômico, no qual uma instituição do conglomerado financeiro possui participação societária no braço “não financeiro” do grupo (seguro, previdência e capitalização). Neste caso, o lucro do Bradesco Seguros é incorporado ao lucro do conglomerado financeiro do Banco, em razão da participação societária que a instituição líder deste possui naquele.

Situação análoga, para efeito de entendimento da demonstração contábil de um conglomerado financeiro, ocorre quando uma instituição financeira que não é líder do conglomerado detém participação societária em uma entidade não financeira – caso de participação indireta. Supondo um conglomerado econômico formado por três empresas, A, B e C. As duas primeiras financeiras e a C não financeira. Supõe-se, ainda, que A seja a instituição líder do conglomerado financeiro, que controla B, e que B detenha participação societária de 50% em C. Neste caso, o balanço consolidado do conglomerado financeiro vai contemplar

a referida participação em seu ativo³¹ e incorporar os resultados obtidos por C, segundo a referida participação societária (de B em C), mesmo que C seja uma instituição não financeira. Mais uma vez, isso acontece mesmo se tratando de um balanço consolidado de um “grupo financeiro”, isto é, contemplando apenas as instituições financeiras do grupo.

Contudo, o organograma societário estilizado apresentado na figura 3 não é a única possibilidade de estruturação de um determinado grupo econômico. A figura 4, por exemplo, apresenta outro organograma societário estilizado, em que o grupo empresarial também opera nos ramos financeiro e de seguros, previdência e capitalização, mas com um controlador que não é nem a instituição financeira líder do conglomerado financeiro nem a instituição não financeira líder do conglomerado não financeiro. Isto é, trata-se de uma situação em que não há participação societária das instituições que compõem o conglomerado financeiro em entidades não financeiras – as quais, tais como as instituições financeiras, fazem parte de um determinado conglomerado econômico.

Esse formato de organização societária pode ser bastante frequente. Apenas para efeito ilustrativo, o organograma societário do Banco Alfa, por exemplo, se aproxima muito desse caso estilizado apresentado na figura 4. O conglomerado financeiro do referido banco, na posição de 31 de dezembro de 2012, era formado pelas seguintes instituições: BAI (líder do conglomerado financeiro), Basa, Fasa, Alfa Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A, BRI Participações LTDA e Alfa Arrendamento Mercantil S/A. Mas, conforme registrado nas notas explicativas do Conglomerado Financeiro Alfa,

o controlador do Banco Alfa de Investimento S/A e suas controladas possui ainda relevantes investimentos em áreas não financeiras: Seguros e Previdência (Alfa Seguradora S/A e Alfa Previdência e Vida S/A); Hotelaria (Rede Transamérica de Hotéis); Materiais de Construção (C&C Casa e Construção); Agropecuária e Agroindústria (Agropalma); Águas Minerais (Águas Prata); Alimentos (Sorvetes La Basque); Cultural (Teatro Alfa) e Comunicações (Rádio Transamérica e TV Transamérica) (Banco Alfa, 2013, p. 8).

Conforme salientado antes, o Cosif determina a consolidação das demonstrações contábeis do conglomerado financeiro, de modo que instituições fora do conglomerado não devem participar da consolidação. Com efeito, conforme apontado, operações realizadas entre entidades financeiras e não financeiras do grupo não são objeto de consolidação. Objetivamente, isso significa que os resultados obtidos pelo grupo não financeiro, de um mesmo conglomerado econômico,

31. De acordo com Cosif 11-1 e 11-2. Segundo consta no Cosif (1987, p. 46): “1 – Os investimentos em sociedades coligadas ou controladas de instituições brasileiras registram-se nos adequados títulos e subtítulos do Ativo Permanente e avaliam-se por ocasião do balancete ou balanço patrimonial pelo método de equivalência patrimonial (Circular nº 1.273; Circular nº 1.963, Art. 1º)”.

podem influenciar de forma importante o ativo e os resultados de um conglomerado financeiro. Ainda que, vale registrar, participações de instituições financeiras em empresas não financeiras dependam de autorização da autoridade monetária.

Essas questões metodológicas são relevantes por diversas razões. Primeiro, porque as demonstrações contábeis de um conglomerado financeiro podem ou não incorporar os resultados de empresas não financeiras. Segundo, porque a possibilidade de formas alternativas de organização societária, conjugada com a consolidação das demonstrações contábeis apenas das instituições financeiras (no caso dos conglomerados financeiros), impõe ressalvas para a análise comparativa dos dados contábeis desses grupos. Em alguns casos, por exemplo, os ramos financeiro e não financeiro são independentes, sob o comando de um terceiro controlador. Em outros, por sua vez, há participações societárias entre as entidades de ambos os ramos de atuação. Com efeito, pode-se ter conglomerados financeiros que incorporam ou não, ou que incorporam mais ou menos, os resultados obtidos pelos ramos não financeiros de um dado grupo econômico-empresarial. Terceiro, essa discussão evidencia a existência de possibilidades diversas que se colocam para o gerenciamento de resultados dos grupos financeiros, seja porque as instituições não financeiras não participam, no âmbito do documento 4040 (balanço patrimonial consolidado do conglomerado financeiro, que também envolve a demonstração de resultados consolidada), do processo de consolidação das demonstrações contábeis; seja porque alguns grupos financeiros não detêm qualquer participação societária nos grupos não financeiros de um mesmo conglomerado.

O Cosif obriga as instituições financeiras, assim como as demais instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BCB, a elaborar as demonstrações financeiras consolidadas, envolvendo todas as instituições (financeiras e não financeiras) de um dado grupo econômico (Cosif 32, Conef) – documento 4050. Contudo, na visão de diversos analistas, este documento conduzia a informações frágeis, dificultando a análise do *core* financeiro de um dado banco.³² De acordo com informações obtidas junto ao BCB, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB foram dispensadas de elaborar e remeter o documento IFT, a partir da data-base de 31 de março de 2013, inclusive (Circular nº 3.630, de 2013). A partir de 2009, os quadros da IFT relacionados a conglomerados financeiros e econômico-financeiros foram excluídos (Cartas-Circulares nºs 3.369 e 3.431, de 7 de janeiro de 2009 e de 12 de fevereiro de 2010, respectivamente).

De fato, o documento 4040 tem sido, até então, o mais utilizado pelos analistas e pelo BCB. Mas, sobretudo para efeito de regulação prudencial, este documento

32. De acordo com profissionais do mercado, esse documento tende a ser, inclusive, extinto em breve.

não contempla instituições não autorizadas a funcionar pelo BCB, mas que podem ocasionar riscos não desprezíveis para uma dada instituição financeira. Diante disso, e levando em consideração as lições dos efeitos da crise de 2008 sobre o sistema financeiro nacional, o BCB criou recentemente o conceito de *conglomerado prudencial*, a partir dos documentos 4060 (balancete consolidado prudencial) e 4066 (balanço consolidado prudencial). O conglomerado prudencial está normatizado pela Resolução nº 4.280, de 31 de outubro de 2013, apresentada no anexo D; pela Circular nº 3.701, de 13 de março de 2014; e pela Carta-Circular nº 3.651, de 25 de abril de 2014. De acordo com um ex-funcionário do BCB entrevistado pelo autor: “Essa resolução é fruto direto da crise. É a resposta brasileira à necessidade de fechar o cerco ao *shadow banking*”.

2.2.1 Elucidação das diferenças existentes entre as demonstrações contábeis das instituições financeiras

Pelas razões metodológicas apontadas, os dados de balanço da instituição líder e de seu conglomerado financeiro diferem entre si. No caso do Bradesco, por exemplo, considerando-se a posição de dezembro de 2013: *i*) enquanto o ativo total do conglomerado financeiro era de R\$ 776,7 bilhões, o da instituição independente (banco múltiplo) totalizava R\$ 864,2 bilhões;³³ *ii*) enquanto a participação das operações de crédito e arrendamento mercantil, já deduzidas de provisionamento, atingia 34,8% no caso do referido conglomerado, a mesma participação alcançava apenas 22,7% no caso da instituição independente líder do conglomerado. Uma diferença nada desprezível, capaz de alterar de forma relevante a análise da estratégia e do comportamento de uma mesma instituição ao longo do tempo. Diferença análoga se aplica, evidentemente, em relação aos dados contábeis dos conglomerados financeiros *vis-à-vis* dos conglomerados econômicos.

O gráfico 1 apresenta a participação das operações de crédito líquidas de provisões em relação ao ativo total do Banco Bradesco, tanto para a instituição independente líder do conglomerado financeiro (Banco Bradesco S/A, CNPJ 60.746.948) como para o conglomerado financeiro (CNPJ 61.529.343),³⁴ entre junho de 2007 e março de 2014. Além do diferencial de patamar das referidas razões, já mencionado, pode-se verificar não apenas alterações dos respectivos percentuais em magnitudes diferentes, mas também, inclusive, algumas mudanças em direções

33. No caso em tela, o valor do ativo do conglomerado financeiro é inferior ao da instituição independente líder do conglomerado porque, conforme indicado, na demonstração consolidada (do conglomerado financeiro), são eliminadas as participações de uma empresa em outra, os saldos das respectivas contas, assim como as receitas e as despesas concernentes às operações realizadas entre as entidades que integram o mesmo grupo. No caso da demonstração financeira não consolidada (caso da instituição independente), isso não acontece, justificando o valor do ativo mais elevado.

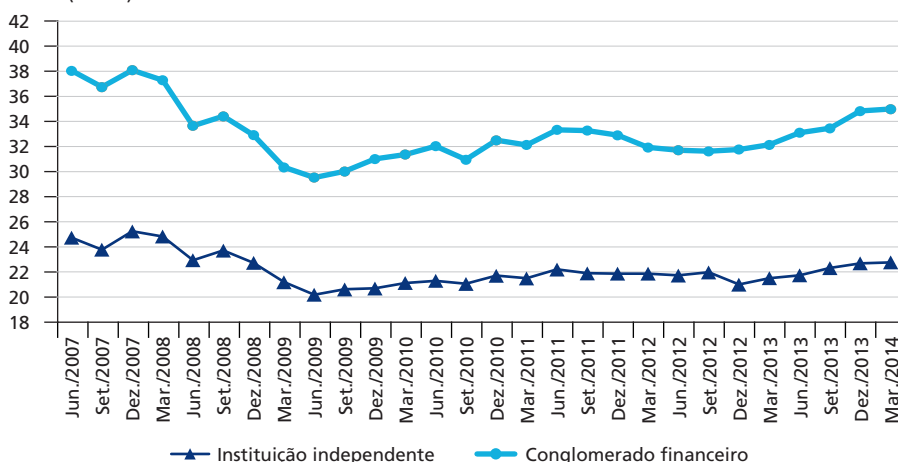
34. As informações cadastrais das instituições financeiras podem ser obtidas no site do BCB. Disponível em: <<http://migre.me/tnyUm>>. Os dados foram obtidos na fonte “a” – informações contábeis analíticas e consolidadas por segmento.

opostas. Por exemplo, entre setembro e dezembro de 2012, enquanto a referida relação caiu de 22% para 21% no caso da instituição independente, passou de 31,6% para 31,8% no caso do conglomerado financeiro. Entre o último trimestre de 2011 e o primeiro de 2012, por sua vez, enquanto a razão em tela apresentou certa estabilidade no caso da instituição independente, caiu 1 ponto percentual (p.p.) no caso do conglomerado financeiro.

GRÁFICO 1

Operações de crédito líquidas de provisão/ativo total do Banco Bradesco – instituição independente e conglomerado financeiro (I-2007/I-2014)

(Em %)

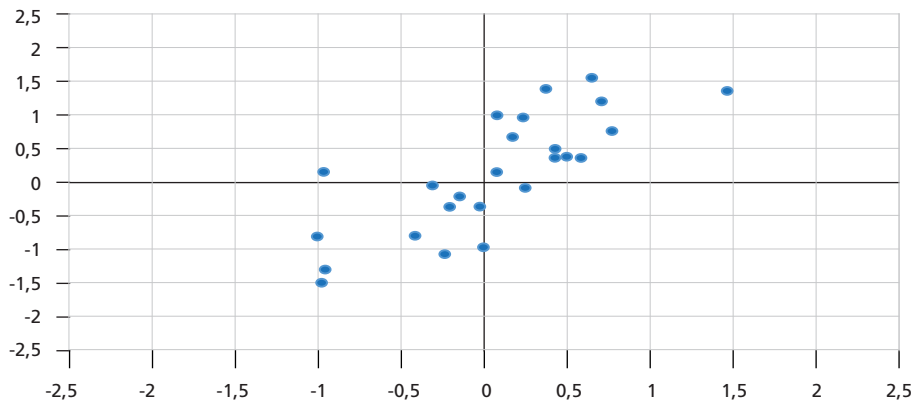


Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
Elaboração do autor.

O gráfico 2 apresenta, de maneira mais explícita, os diferenciais de variação, em pontos percentuais, da relação entre as operações de crédito líquidas de provisão e o ativo total do Banco Bradesco (instituição independente e conglomerado financeiro). Além do elevado diferencial de patamar, verifica-se que as oscilações da referida razão são bem diferentes entre a instituição independente e o conglomerado financeiro. Tais diferenças (magnitude e, em alguns casos, direção) podem modificar expressivamente a análise da evolução da estrutura patrimonial da instituição financeira e/ou do sistema bancário.

GRÁFICO 2

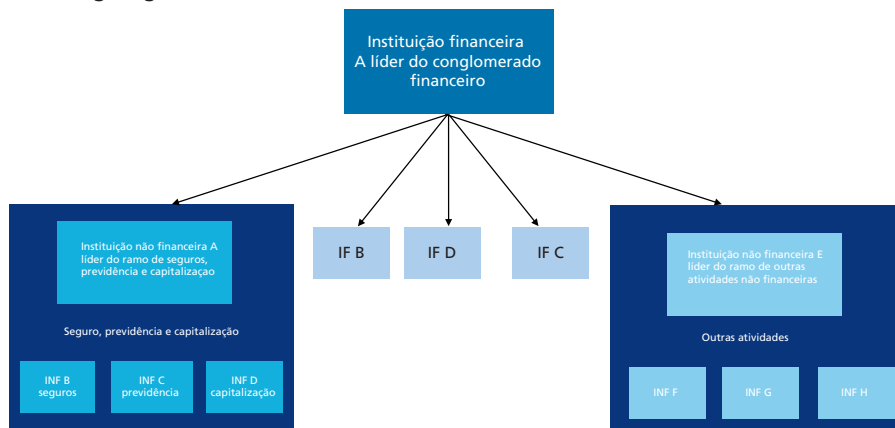
Operações de crédito líquidas de provisão/ativo total do Banco Bradesco – instituição independente e conglomerado financeiro (I-2007/I-2014), variação trimestral (Em p.p.)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.
Obs.: Variação trimestral.

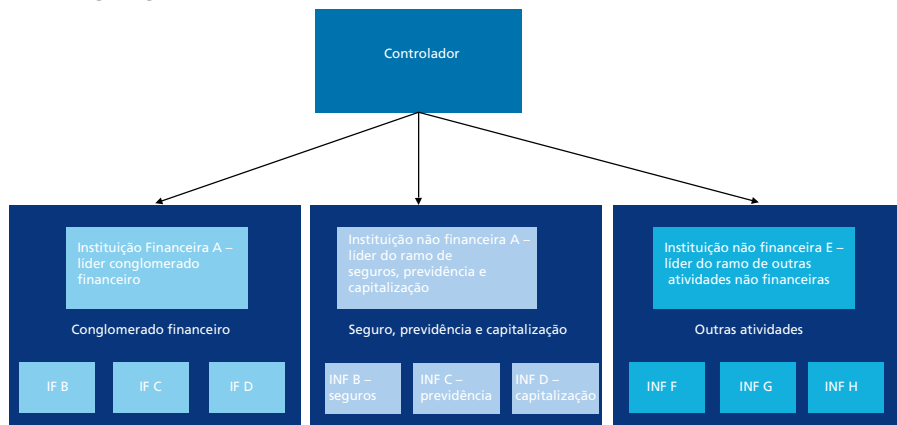
FIGURA 3

Organograma societário estilizado 1



Elaboração do autor.

FIGURA 4
Organograma societário estilizado 2



Elaboração do autor.

3 EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA PATRIMONIAL DO SISTEMA BANCÁRIO NO BRASIL (I-2007 / I-2014)

Na primeira etapa do projeto, o estudo da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil tomou por base, fundamentalmente, os dados da fonte “b” discutida na seção anterior, a saber, “50 maiores bancos”.³⁵ Embora mais agregados do que os dados da fonte “a”, os dados da fonte “b” são suficientes para permitir uma primeira aproximação com o objeto em questão, assim como uma visão mais panorâmica da estrutura patrimonial desse sistema.

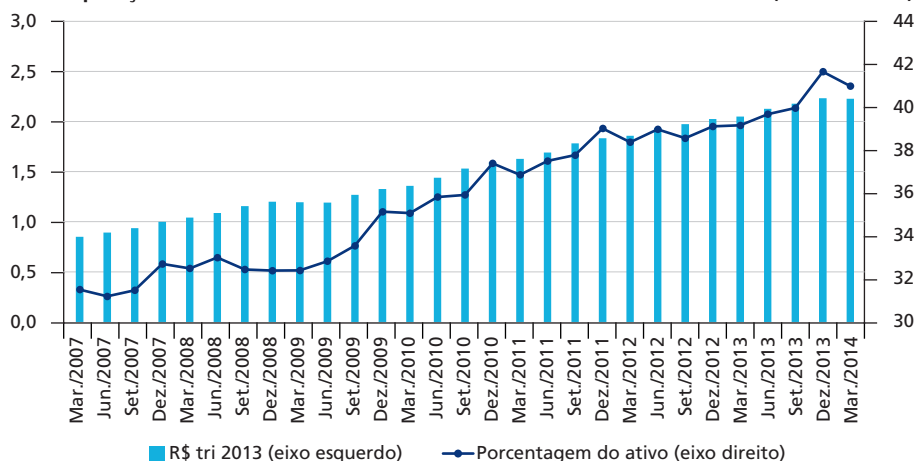
Serão analisados os dados do consolidado bancário I, segundo a definição do BCB, que diz respeito à somatória das posições contábeis das instituições bancárias do tipo instituições independentes I e conglomerado bancário I. As instituições independentes I são as instituições financeiras tipo banco comercial, 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. Portanto, os dados contábeis analisados, neste primeiro momento da pesquisa, referem-se a esse subconjunto do sistema financeiro nacional (anexos B e C). Subconjunto este que correspondia a aproximadamente 84% do ativo total do Sistema Financeiro Nacional em março de 2014. Trata-se, portanto, de uma parcela altamente representativa do SFN, permitindo a captura dos movimentos mais gerais do sistema bancário no Brasil, objetivo maior desta primeira etapa da pesquisa.

35. Ocasionalmente, alguns dados da fonte “a” (balancetes) foram também utilizados.

Os dados e indicadores selecionados são analisados durante o período de março de 2007 a março de 2014, com periodicidade trimestral. Esse intervalo permite analisar a evolução da estrutura patrimonial do sistema bancário tanto no período imediatamente anterior à crise como no período posterior.

O gráfico 3 mostra as operações de crédito e arrendamento mercantil em reais constantes de 2013 e em relação ao ativo total do sistema bancário no Brasil, considerando o consolidado bancário I. Verifica-se uma trajetória de crescimento moderado até a eclosão da crise global, quando se observa certa estagnação da referida razão entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, em torno de 32,4%. Interessante notar, desde logo, que em dezembro de 2003, ano do início da trajetória de forte crescimento do crédito no Brasil, o qual perdurou até a crise de 2008, essa participação era de 28,5%. Em março de 2007, início do período analisado mais detidamente neste trabalho, por sua vez, ela era de 31,5%. Isto é, ao longo de aproximadamente quatro anos de expressiva elevação das operações de crédito no Brasil, a razão em tela aumentou “apenas” 3% do ativo do sistema bancário. O gráfico 3 explicita de forma bastante contundente o crescimento da participação das operações de crédito e arrendamento mercantil do sistema bancário no Brasil (consolidado bancário I) a partir do segundo trimestre de 2009. Desde então, essa relação aumentou nada menos que 8,1% do ativo, atingindo 41% do ativo total do sistema bancário. Entre março de 2009 e março de 2014, ou seja, em apenas cinco anos, o aumento foi de 8,6% do ativo, mesmo depois da redução mais recente ocorrida entre o último trimestre de 2013 e o primeiro de 2014. Em preços de 2013, tais operações subiram de R\$ 0,85 trilhão para R\$ 2,23 trilhões entre março de 2007 e março de 2014, isto é, um aumento real de 162,4%.

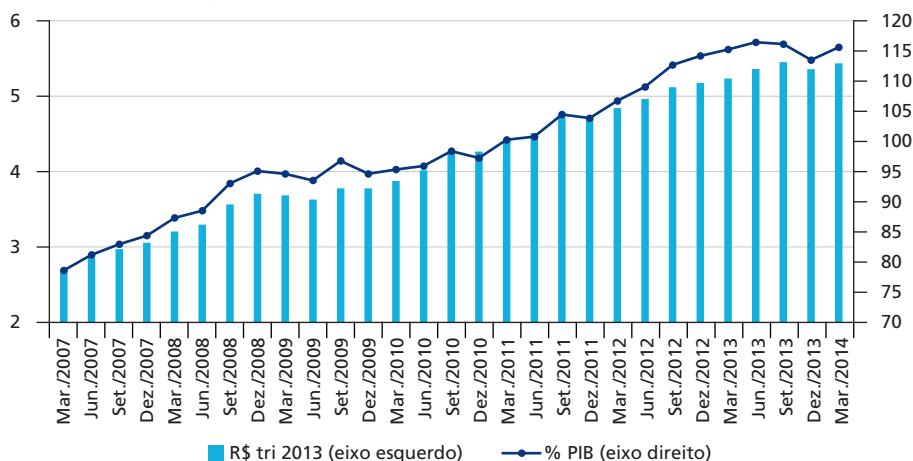
GRÁFICO 3
Operações de crédito e arrendamento mercantil – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.
Obs.: Deflator: IPCA.

Vale salientar, ainda, que essa forte expansão das operações de crédito e arrendamento mercantil em relação ao ativo total do sistema bancário registrada no período considerado ocorreu em um contexto de também expressiva elevação do ativo. Como mostra o gráfico 4, em um curto interregno de sete anos, entre março de 2007 e março de 2014, o ativo total do sistema bancário no Brasil (consolidado bancário I) passou de R\$ 2,7 trilhões para R\$ 5,4 trilhões, considerando os valores a preços de 2013, o equivalente a uma variação real de nada menos que 101,7%. Essa rápida expansão do ativo do sistema bancário verificada ao longo desse período, ocorrida no contexto de crescimento acelerado das operações de crédito, traduziu-se em expressiva ampliação da participação do consolidado bancário I no PIB: em março de 2007, ela era de 78,6%; em março de 2014, de 115,6%.

GRÁFICO 4
Evolução do ativo total do sistema bancário no Brasil – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)



Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

Obs.: Deflator: IPCA. PIB acumulado nos últimos doze meses a preços correntes (série temporal 4382).

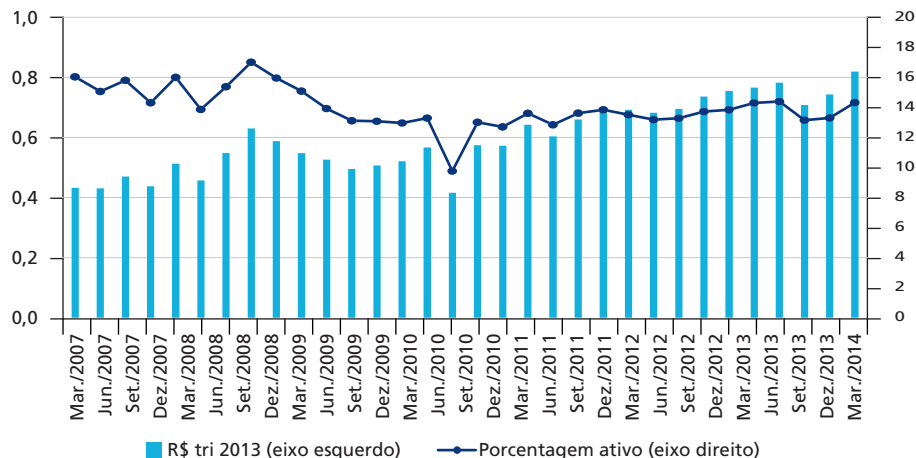
Importante notar, contudo, que o sistema bancário no Brasil sempre se mostrou, historicamente, hábil para alterar rapidamente as suas posições de balanço, vale dizer, a sua estrutura patrimonial, inclusive em direção às operações de crédito. Frequentemente, frise-se, de forma bastante lucrativa (Oliveira, 2009). Basta lembrar que, em dezembro de 1995, ainda no contexto de forte expansão do crédito que se seguiu ao Plano Real, as operações de crédito e arrendamento mercantil atingiram 37,9% do ativo total do sistema bancário, igualmente considerando o consolidado bancário I. E tais operações certamente não aumentaram ainda mais em razão das medidas restritivas aplicadas à época pela autoridade monetária para contê-las. Em junho de 1996, por sua vez, essa razão já estava em 33,7%. Naquela

época, diferentemente da atual, esse processo de ampliação das operações decorreu, fundamentalmente, do comportamento dos bancos privados diante das perdas das receitas inflacionárias, decorrentes da estabilização dos preços, em julho de 1994.³⁶

Ainda assim, a modificação recente da estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil, nesta magnitude, constitui um fenômeno importante e requer análise cuidadosa, uma vez que, considerando o período pós-Real, depois da forte expansão do crédito que se seguiu ao plano de estabilização monetária, a participação das operações de crédito e arrendamento mercantil no ativo total do sistema bancário não alcançou patamar semelhante ao verificado no período mais recente.

A conta “outros créditos”,³⁷ que contempla avais e fianças honrados, rendas a receber, negociação e intermediação de valores, créditos específicos e, principalmente, carteira de câmbio e demais operações ou diversos (anexo A), depois da importante queda em relação ao ativo entre dezembro de 2008 e dezembro de 2010, de 16% para 10%, voltou a se recuperar a partir do primeiro trimestre de 2011, na esteira do reestabelecimento da confiança dos atores, encerrando o primeiro trimestre de 2014 em 14% do total do ativo (gráfico 5).

GRÁFICO 5
Outros créditos – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

O gráfico 6, por sua vez, apresenta o comportamento das operações de crédito e arrendamento mercantil líquidas de provisão para devedores duvidosos, bem

36. Para uma análise do sistema bancário nesse período, ver Oliveira (2009a).

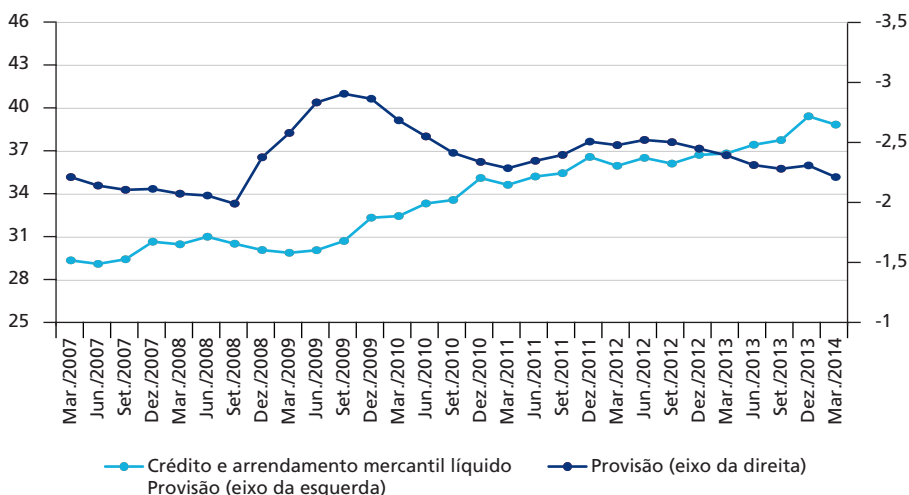
37. A conta *outros créditos* (Cosif 18000009) contempla operações sem características de concessão de crédito, diferentemente da conta *operações de crédito* (16000001).

como desta conta. Depois do aumento da provisão em razão dos efeitos da crise global, observado entre o último trimestre de 2008 e o último de 2009, houve um movimento de declínio que levou a razão a atingir 2,2% em março de 2014, depois de ter alcançado 2,9% em setembro de 2009. Entre setembro de 2010 e março de 2014, as operações de crédito e arrendamento mercantil líquidas de provisão em relação ao ativo total passaram de 30,7% para 38,8%.

GRÁFICO 6

Provisão líquida para devedores duvidosos e operações de crédito e arrendamento mercantil líquidas de provisão – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)

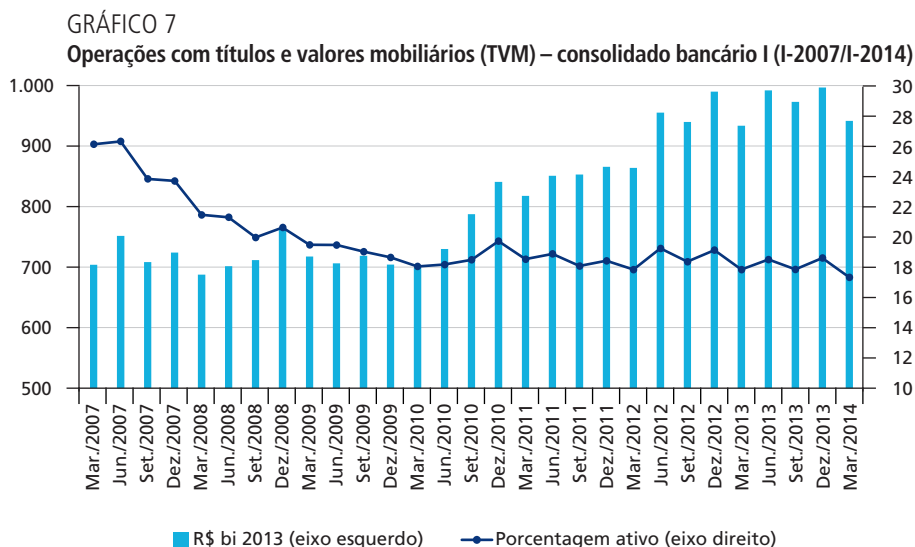
(Em % do ativo total)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Essa trajetória de acentuada expansão das operações de crédito teve como contrapartida, em termos de estrutura patrimonial do sistema bancário brasileiro, uma queda representativa da participação das operações com títulos e valores mobiliários (TVM) no ativo total do sistema bancário. Como mostra o gráfico 7, embora, em valores reais, tenha sido observado um aumento dessas operações – de R\$ 704 bilhões para R\$ 941,5 bilhões entre o início e o fim do intervalo considerado –, em relação ao ativo total, elas diminuíram de 26,1% para 17,3%. Efetivamente, essa redução relativa ao ativo ocorreu entre o início de 2007 e o começo de 2010, quando, a partir de então, passou a flutuar em torno de 18%. Para todos os efeitos, vale registrar que a contrapartida do aumento expressivo da participação das operações de crédito e arrendamento mercantil no ativo total do sistema bancário (consolidado bancário I) foi a forte redução da representatividade das operações com TVM no ativo total desse sistema. Com efeito, tem-se que o

sistema bancário, considerado em seu conjunto, tornou-se menos líquido, embora ainda relevantemente posicionado em operações com TVM. E isso ocorreu exatamente no contexto posterior à crise de 2008, de maior incerteza.



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

O gráfico 8 apresenta as demais contas relevantes do ativo do sistema bancário, consolidado bancário I, em porcentagem do ativo total. Pode-se verificar um aumento importante da participação das aplicações interfinanceiras de liquidez entre o primeiro trimestre de 2007 e o terceiro de 2009, com destaque ao período imediatamente posterior à eclosão da crise de 2008, no terceiro trimestre de 2008. Entre setembro de 2008 e setembro de 2009, essas operações aumentaram de pouco menos de 16% do ativo total para pouco mais de 20%, revelando a maior preferência por ativos de maior liquidez por parte do sistema bancário, visto que as aplicações interfinanceiras incluem: *i*) aplicações em operações compromissadas; *ii*) aplicações em depósitos interfinanceiros; *iii*) aplicações voluntárias no Banco Central; *iv*) aplicações em depósitos de poupança; *v*) aplicações em moedas estrangeiras; e *vi*) outras aplicações financeiras. Infelizmente, a fonte “50 maiores bancos” não permite a desagregação da conta 1.2.0.00.00-5 (aplicações interfinanceiras de liquidez). Contudo, as aplicações em operações compromissadas são as mais relevantes desta conta e aumentaram bastante no período,³⁸ revelando o aumento da preferência por ativos mais líquidos por parte do sistema bancário, no contexto

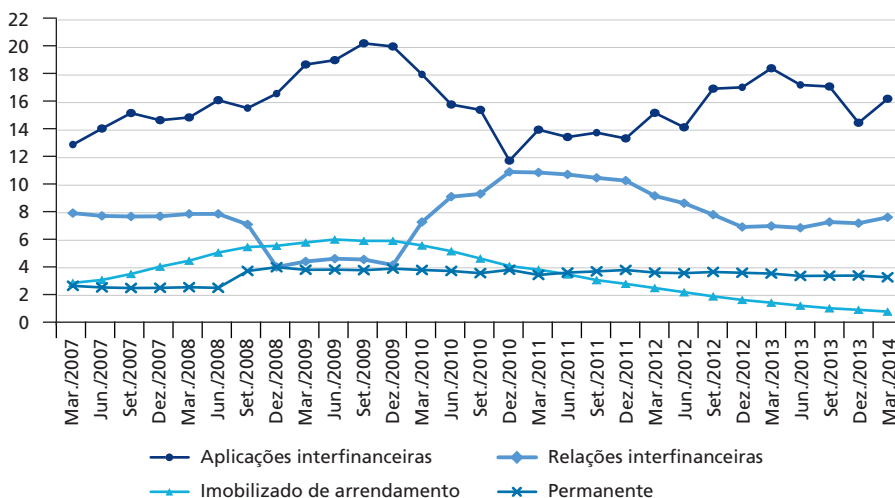
38. Conforme pode ser verificado a partir dos dados da fonte “a”, indicada na primeira seção deste trabalho.

de maior incerteza decorrente da eclosão da crise, em 2008. No caso do Banco Bradesco, conglomerado financeiro, por exemplo, os dados da fonte “a” do BCB (balancetes) revelam que as aplicações interfinanceiras de liquidez aumentaram de R\$ 74,5 bilhões para R\$ 121,3 bilhões entre setembro de 2008 e setembro de 2009 (valores reais de 2013), um crescimento real de 62,9%. No mesmo intervalo, as operações compromissadas do banco subiram de R\$ 68,5 bilhões para R\$ 109,9 bilhões, um aumento real de 60,5%.

GRÁFICO 8

Outras contas selecionadas do ativo do sistema bancário – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)

(Em % do ativo total)



Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

Movimento contrário, durante o período mais agudo da crise, foi verificado na conta relações interfinanceiras (1.4.0.00.00-3), cuja subconta mais relevante diz respeito aos créditos vinculados (1.4.2.00.00-9). Essa conta, vale salientar, inclui as reservas compulsórias que os bancos recolhem junto ao BCB. A expressiva retração da participação dessa conta no ativo total do sistema bancário verificada entre setembro e dezembro de 2008 refletiu a flexibilização do recolhimento compulsório realizada pela autoridade monetária no contexto mais agudo da crise. Como mostrado por Cavalcanti e Vonbun (2013), diante da restrição de liquidez do sistema bancário que se seguiu à crise, o BCB tomou diversas iniciativas, entre as quais o relaxamento das reservas compulsórias. Com efeito, entre setembro de 2008 e dezembro de 2008, os recolhimentos compulsórios totais do SFN diminuíram, em termos nominais, de R\$ 309,4 bilhões para 207,9 bilhões. Evidentemente, essa

expressiva redução repercutiu na estrutura patrimonial do sistema bancário com as relações interfinanceiras, diminuindo de aproximadamente 8% do ativo total, em junho de 2008, para 4% em dezembro de 2008. Depois, com a elevação dos compulsórios, essa participação não apenas voltou a subir, mas também superou o patamar prevalecente no início de 2007. Isso porque a partir de março de 2010 o BCB adotou um conjunto de medidas destinado a conter o ritmo de aceleração do crédito na economia brasileira e preservar, assim, a estabilidade do sistema financeiro – as chamadas medidas “macroprudenciais” (Cavalcanti e Vonbun, 2013, p. 58). Isso explica o forte aumento da participação da conta relações interfinanceiras no ativo total do sistema bancário, verificado entre dezembro de 2009 e março de 2010, de 4,2% para 7,3%. Essa participação chegou a superar 10% entre dezembro de 2010 e dezembro de 2011. Depois, com a subsequente flexibilização das medidas macroprudenciais, a proporção das relações interfinanceiras no ativo total passou a convergir para o patamar prevalecente no início de 2007, entre 6% e 8%. Em março de 2014, estava em 7,7%.

Entre o primeiro trimestre de 2007 e de 2009, verificou-se expressivo aumento da importância do imobilizado de arrendamento no ativo total, de aproximadamente 3% para 6%. O imobilizado de arrendamento, frise-se, corresponde aos bens de propriedade da instituição, arrendados a terceiros. A partir de março de 2010, a participação dessa conta passou a registrar uma trajetória de queda ininterrupta, encerrando março de 2014 em 0,8%. Já o ativo permanente deduzido do imobilizado de arrendamento, em proporção do ativo total, depois do aumento registrado entre junho e setembro de 2008, de 2,5% para 3,8%, permaneceu em torno deste patamar desde então. Em março de 2014, estava em 3,3%.

De maneira geral, portanto, a estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil revela um direcionamento bem maior do lado esquerdo do balanço dos bancos para as operações de crédito, em detrimento da participação das operações com maior grau de liquidez, como TVM. A participação das operações de crédito e arrendamento mercantil no ativo total, depois da relativa estagnação que prevaleceu no contexto da crise, em torno de 32,5% entre setembro de 2008 e junho de 2009, aumentou substancialmente desde então, encerrando março de 2014 em 41%. No contexto de maior incerteza decorrente da crise eclodida em 2008, entre setembro de 2008 e setembro de 2009, o maior grau de preferência pela liquidez dos bancos se traduziu em aumento importante das aplicações interfinanceiras, que, entre setembro de 2008 e setembro de 2009, passaram de 15% para 19% do ativo total, atingindo 20% em dezembro de 2008. Mas, diferentemente dos episódios anteriores de instabilidade e crises, quando os bancos aumentavam expressivamente a participação das operações com TVM no ativo total, a crise eclodida em 2008 não desencadeou um aumento tão expressivo dessa relação, que

aumentou de 20% para 20,6% entre setembro e dezembro de 2008. Em valores reais de 2013, tais operações passaram de R\$ 71,2 bilhões para R\$ 76,4 bilhões. Nada que se compare, por exemplo, ao contexto da crise asiática: naquela época, apenas entre junho e dezembro de 1997 a participação das operações com TVM e instrumentos financeiros derivativos no ativo total do sistema bancário aumentou de 16,2% para 24,7%.

Essa posição menos líquida assumida pelo sistema bancário, com maior participação das operações de crédito no ativo total, por sua vez, decorreu da atuação mais agressiva dos bancos públicos *vis-à-vis* os bancos privados (em geral) no mercado de crédito. Isso pode ser verificado pelo aumento substancial da participação dos dois bancos públicos federais, a saber, Banco do Brasil (na verdade, um banco de economia mista, com ações negociadas em bolsa) e Caixa Econômica Federal, no total das operações de crédito e arrendamento mercantil do sistema bancário, consolidado I (gráfico 9). Juntas, a participação das operações de BB e CEF nas operações totais do sistema bancário (consolidado bancário I) aumentou de 29,2% para 47,2% entre março de 2007 e março de 2014. Enquanto a do BB passou de 21,3% para 25,3%, a da CEF subiu de 7,9% para 21,9%.

Desse modo, o aumento da exposição em operações de crédito do sistema bancário no Brasil (consolidado I) no período recente contou, em grande medida, com o aumento acelerado do crédito bancário concedido destacadamente pela CEF. As operações de crédito e arrendamento mercantil da CEF cresceram, em termos reais, 630% entre março de 2007 e março de 2014, tendo passado de R\$ 66,8 bilhões para R\$ 487,8 bilhões, a preços constantes de 2013.³⁹ Em março de 2014, as operações totais de crédito e arrendamento mercantil em relação ao ativo total atingiu nada menos que 56,2% no caso da CEF e 46,2% no caso do BB, ante 21,7% e 40% em março de 2007, respectivamente. Apenas para efeito de comparação, em março de 2014, essa relação atingia 34,2% no caso do Itaú e 37,5% no caso do Bradesco.

O gráfico 10 apresenta a participação das operações de crédito de BB e CEF (pertencentes ao conglomerado bancário I), bem como do BNDES (pertencente ao conglomerado bancário IV, segundo as definições do BCB), no total das operações de crédito do SFN (que inclui instituições financeiras bancárias e não bancárias). Pode-se verificar, ao longo do período considerado, um grande aumento da participação do conjunto dessas três instituições nas operações totais de crédito e arrendamento mercantil do SFN. Esse processo, contudo, ocorreu em diferentes magnitudes entre as três instituições. Entre março de 2007 e março de 2014, a participação do BNDES aumentou de 9,7% para 10,2%. As operações

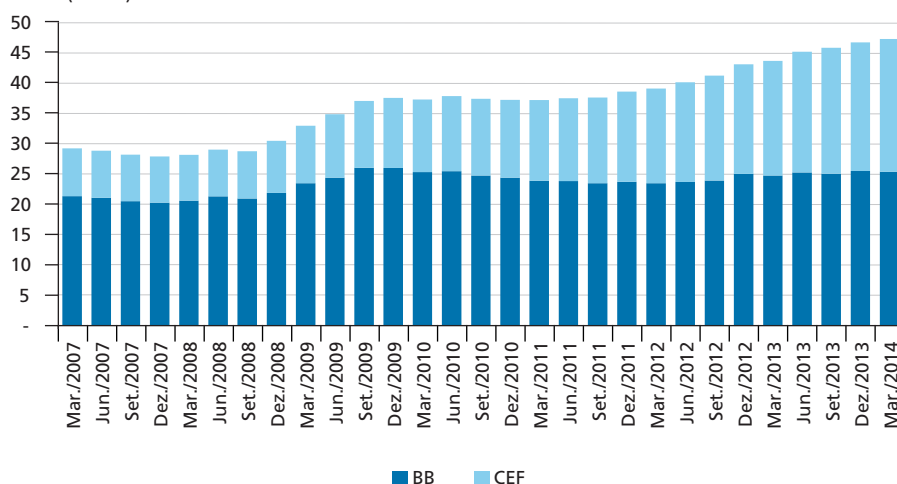
39. Para viabilizar essa estratégia, a CEF contou com diversas operações de capitalização via Tesouro Nacional. Ver, por exemplo, Roarelli, Ornelas Neto e Brown (2014). Disponível em: <<https://goo.gl/DuuuBR>>.

desta instituição, contudo, chegaram a atingir 11,9% das operações totais do SFN em dezembro de 2009, revelando o importante papel anticíclico assumido no contexto dos efeitos da crise global eclodida no terceiro trimestre de 2008. Entre o início e o fim do intervalo considerado, a participação do BB subiu de 17,9% para 21,2%, enquanto a da CEF passou de apenas 6,6% para 18,3%, revelando o papel destacado cumprido por esta instituição federal no processo de ampliação do crédito no ativo do sistema bancário.

GRÁFICO 9

Operações de crédito e arrendamento mercantil: participação de BB e CEF nas operações totais do sistema bancário – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)

(Em %)



Fonte: BCB.

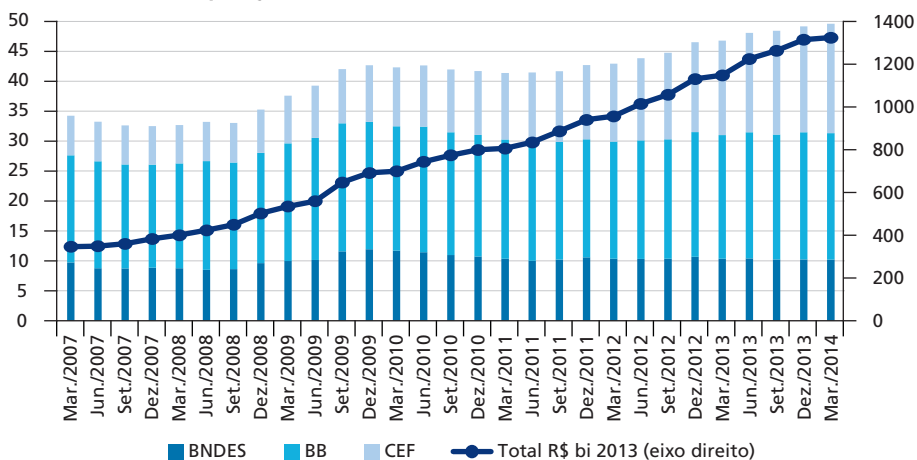
Elaboração do autor.

Considerando esses três bancos públicos em conjunto, a participação das operações de crédito e arrendamento mercantil no total dessas operações do SFN aumentou de 34,2% para 49,6% entre março de 2007 e março de 2014. Em valores de 2013, elas saltaram de R\$ 346 bilhões para R\$ 1,32 trilhão, um aumento real de 282,4%. As operações de crédito e arrendamento mercantil da CEF subiram de R\$ 67 bilhões para R\$ 488 bilhões (preços de 2013), considerando-se o mesmo intervalo; do BB, de R\$ 181 bilhões para R\$ 565 bilhões; e do BNDES, de R\$ 98 bilhões para R\$ 272 bilhões. Portanto, na linha do diagnóstico de Torres Filho (2012), enquanto o sistema bancário privado liderou a expansão do crédito entre meados de 2003 e a crise de 2008, no período pós-crise foram os bancos públicos que lideraram a expansão do crédito no Brasil. Do ponto de vista da estrutura patrimonial do sistema bancário, isso significou um aumento significativo da participação das operações de crédito e arrendamento mercantil no ativo desse

sistema, sob o acicate da atuação de BB e CEF no mercado de crédito. Os bancos públicos, dessa forma, cumpriram não apenas um papel anticíclico, mas também dinamizador do crédito no Brasil depois da crise.

GRÁFICO 10

Participação das operações de crédito e arrendamento mercantil de BNDES, BB e CEF no total das operações de crédito e arrendamento mercantil do SFN (I-2007/I-2014)

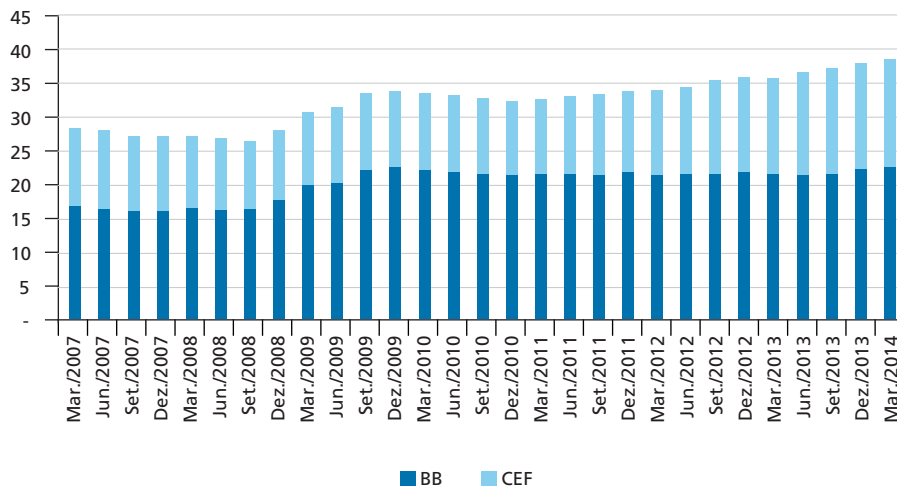


Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Como mostra o gráfico 11, o ativo total conjunto dessas instituições no ativo total do sistema bancário aumentou de 28,2% para 38,4% entre março de 2007 e março de 2014. Sendo que enquanto a participação de mercado do BB aumentou de 16,8% para 22,5%, a da CEF subiu de 11,4% para 16%. Interessante notar que: *i*) no caso da CEF, o aumento da participação no mercado de crédito foi muito superior ao da elevação de sua participação no ativo total do sistema bancário; e *ii*) mesmo não assumindo uma postura tão arrojada no mercado de crédito comparativamente ao comportamento da CEF, entre o início e o fim do período considerado o BB apresentou um aumento maior da participação de mercado *vis-à-vis* a CEF, considerando-se o critério do ativo total. Como indicado, em março de 2014, enquanto a relação entre as operações de crédito e arrendamento mercantil e o ativo total da CEF era de 56,2%, a do BB era de 46,2%. Nos casos do Bradesco e do Itaú, eram de, respectivamente, 37,5% e 34,2%.

GRÁFICO 11

Participação do ativo total de BB e CEF no ativo total do sistema bancário, consolidado bancário I (I-2007/I-2014)
(Em %)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Em relação ao lado do passivo, o sistema bancário apresentou um importante aumento, em valores de 2013, dos recursos captados sob a forma de depósitos. Entre março de 2007 e março de 2014, os depósitos totais aumentaram de R\$ 1,04 trilhão para R\$ 1,7 trilhão, considerando os valores a preços de 2013. Um aumento real de 65,3%. A modalidade desse tipo de captação de recursos que mais aumentou nesse período foi a dos depósitos interfinanceiros (135,3%), seguido dos depósitos de poupança (114,9%), depósitos a prazo (53,7%) e depósitos à vista (42,3%). Já a modalidade *outros depósitos* registrou queda de 59,6% no período (tabela 1).

Vale comentar a redução dos depósitos a prazo a partir de 2012, depois do expressivo aumento observado entre março de 2008 e setembro de 2009, de R\$ 588,3 bilhões para R\$ 894 bilhões, bem como entre setembro de 2010 e dezembro de 2011, de R\$ 858,6 bilhões para R\$ 996,9 bilhões. No período mais recente, entre dezembro de 2011 e março de 2014, essa modalidade de captação recuou de R\$ 996,9 bilhões para R\$ 806,6 bilhões, uma diminuição real de quase 20%. Com efeito, verificou-se uma queda dos depósitos a prazo no ativo total do sistema bancário, de 21,2% para 14,8% neste mesmo período (gráfico 12). Por se tratar da maior modalidade de depósitos do sistema bancário no Brasil, esse movimento fez reduzir a participação dos depósitos totais no ativo total, que passou de um intervalo entre 36% e 40%, entre 2007 e 2011, para 31,5% em março de 2014.

TABELA 1
Depósitos do sistema bancário no Brasil, por modalidades (I-2007/I-2014)
(Em R\$ bilhões)¹

Período	Depósito à vista		Depósito de poupança		Depósito interfinanceiro		Depósito a prazo		Outros depósitos		Total	
	R\$ bi	Var. %	R\$ bi	Var. %	R\$ bi	Var. %	R\$ bi	Var. %	R\$ bi	Var. %	R\$ bi	Var. %
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
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

Fonte: BCB.

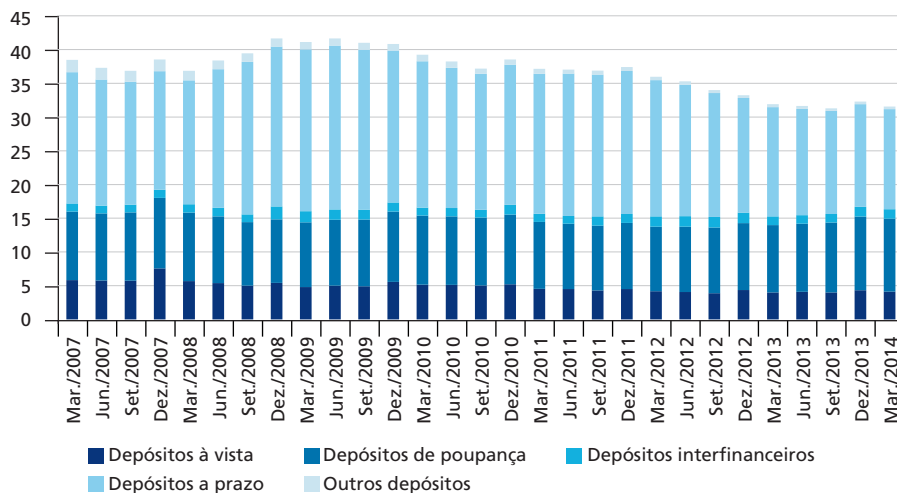
Elaboração do autor.

Nota: De 2013.

Obs.: Variação percentual em relação ao mesmo período do ano anterior.

Evidentemente, as participações das diferentes modalidades de depósitos nos depósitos totais do sistema bancário também foram alteradas. A contrapartida da redução da participação dos depósitos a prazo nos depósitos totais do sistema bancário (consolidado bancário I), que em março de 2009 chegou a atingir 58,3% e em março de 2014 estava em 47%, foi o aumento importante da participação dos depósitos de poupança, de 26,4% para 34,3%, entre março de 2007 e março de 2014. Esse aumento persistiu, vale salientar, mesmo depois da mudança na rentabilidade da caderneta de poupança, implementada em maio de 2012.⁴⁰ Mesmo no período em que a taxa Selic permaneceu igual ou abaixo de 8,5%, entre o fim de maio de 2012 e o fim de agosto de 2013,⁴¹ os depósitos de poupança do sistema bancário continuaram aumentando. Entre junho de 2012 e setembro de 2013, o valor captado pelo sistema bancário mediante essa modalidade de depósito aumentou de R\$ 480,7 bilhões para R\$ 565,6 bilhões (preços de 2013), um crescimento real de 17,6% (tabela 1). Os depósitos à vista, cuja participação chegou a atingir 19,6% dos depósitos totais em dezembro de 2007, permaneceu em torno de uma média de 13% no período mais recente, percentual equivalente à média de todo o período entre março de 2007 e março de 2014 (gráfico 13).

GRÁFICO 12
Depósitos do sistema bancário – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)
 (Em % do passivo total)



Fonte: BCB.
 Elaboração do autor.

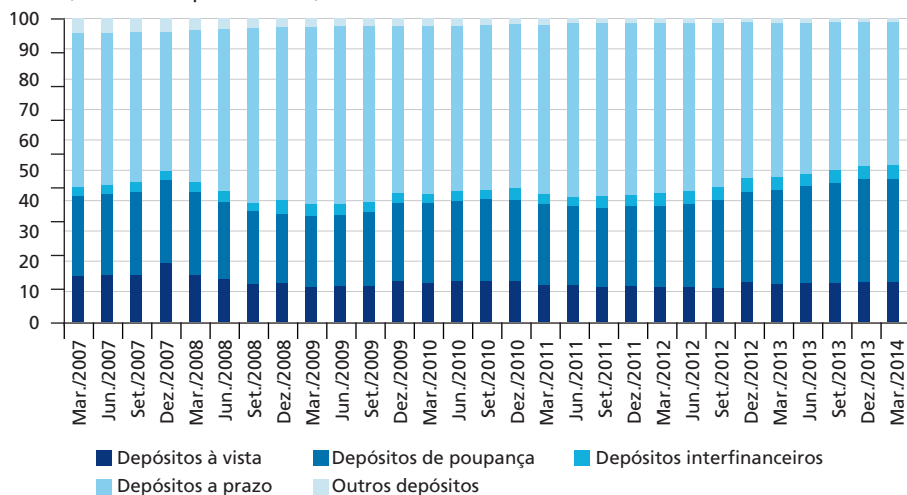
40. A partir de 3 de maio de 2012, passou a prevalecer a seguinte regra para a caderneta de poupança: quando a taxa Selic passar a ser igual a 8,5% ou abaixo disso, a remuneração dessa modalidade de aplicação financeira passa a ser de 70% da Selic, ao invés de 0,5% mais TR, ao mês. Buscou-se, com essa medida, evitar uma migração significativa das aplicações financeiras em direção à caderneta de poupança quando a Selic estivesse igual ou inferior ao patamar mencionado. Isso porque, no caso de grande parte dos fundos de investimento, com a dedução da taxa de administração e do imposto de renda, a rentabilidade deixa de ser competitiva com a poupança quando a taxa Selic passa a ser de 8,5% ou menos. A mudança, com isso, também eliminou um piso para a taxa Selic. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/tnxuc>>.

41. Entre 11 de outubro de 2012 e 17 de abril de 2013 a taxa Selic (nominal) atingiu o patamar mínimo pós-Real, de 7,25% ao ano (a.a.).

GRÁFICO 13

Depósitos do sistema bancário – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)

(Em % dos depósitos totais)



Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

Essa diminuição dos depósitos totais em relação ao ativo total, condicionada, fundamentalmente, pela redução dos depósitos a prazo, decorreu, em larga medida, do surgimento e do aumento de importância da emissão das Letras Financeiras (LFs) – 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.⁴² As LFs são, pois, títulos de captação de instituições financeiras, uma espécie de debêntures emitida por essas instituições.⁴³ Diferentemente de um Certificado de Depósito Bancário (CDB), essa modalidade de captação tem prazo mínimo de 24 meses, sem possibilidade de resgate antecipado e é isenta de recolhimento compulsório. Para os bancos, assim, as LFs se tornaram uma forma bem mais atrativa de captação de recursos, comparativamente aos depósitos a

42. As Letras Financeiras foram criadas em dezembro de 2009 pela Medida Provisória (MP) nº 472. As Resoluções do CMN (Conselho Monetário Nacional) nºs 3.836/2010 e 4.123/2012 regulamentaram essa MP. Em junho de 2010, foi promulgada a Lei nº 12.249 (arts. 37 ao 42), que definiu as condições legais das Letras Financeiras. Buscou-se, com a criação desse instrumento, contribuir para o desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo no Brasil, uma vez que ele concorre para: *i*) viabilizar a captação de recursos de médio e longo prazo por parte de diversas instituições que compõem o sistema financeiro; *ii*) intensificar a conexão entre o mercado financeiro e o mercado de capitais; e *iii*) viabilizar a realização de operações ativas mais longas, em razão da possibilidade de conformação de uma estrutura de passivos compatível. A primeira emissão ocorreu em março de 2010. Contudo, segundo Torres Filho e Macahyba (2012, p. 17), a colocação desses papéis contou, em sua maior parte, com o prazo mínimo fixado em lei e indexados à taxa CDI. Para mais informações sobre as Letras Financeiras, ver: <<https://goo.gl/rZZt2e>> e <<http://migre.me/tmxxv/>>.

43. A Lei nº 4.595/1964 não permite a emissão de debêntures por instituições financeiras. Dados e indicadores sobre Letras Financeiras podem ser obtidos em: <<http://migre.me/tmxxv/>>.

prazo. Em dezembro de 2013, o estoque de Letras Financeiras atingia R\$ 209,1 bilhões, enquanto a de Letras Financeiras Subordinadas (prazo mínimo de cinco anos) alcançava R\$ 74,8 bilhões.⁴⁴

Esse expressivo crescimento dos recursos captados mediante LFs elevou a participação da conta “recursos de aceites e emissão de títulos” no passivo total do sistema bancário no Brasil. Como mostra o gráfico 14, a partir de março de 2010, essa forma de captação passou a apresentar expressiva elevação. Entre dezembro de 2009 e março de 2014, os recursos captados por essa via passaram de R\$ 78,6 bilhões para R\$ 544,1 bilhões (preços de 2013), fundamentalmente em razão do crescimento das emissões das LFs. A referida conta, que entre março de 2007 e dezembro de 2009 deteve uma participação modesta no passivo total do sistema bancário, em torno de 2%, passou a representar 10% do passivo total desse sistema em março de 2014. Isto é, de um lado, caiu a participação dos depósitos a prazo no passivo total (-7,7 p.p. entre dezembro de 2009 e março de 2014); de outro, aumentou em 10 p.p. a participação dos recursos de aceites e emissão de títulos, refletindo a ampliação da captação de recursos mediante emissão de LFs.

Outra conta importante do passivo do sistema bancário diz respeito às captações de mercado aberto, formadas pelas obrigações por operações compromissadas (conta Cosif 42000006)⁴⁵ – conta que contempla operações com carteira própria, carteira de terceiros e carteira de livre movimentação. Tais captações registraram importante redução no período referente à eclosão da crise global de 2008. O gráfico 15 mostra que entre junho e dezembro de 2008 a participação dessa forma de captação recuou de 21,2% para 16,1% do passivo total do sistema bancário. Em reais de 2013, as captações no mercado aberto diminuíram de R\$ 697,1 bilhões para R\$ 598,1 bilhões, uma diminuição real de 14,2%. Diante do quadro de incerteza instaurado pela eclosão da crise de 2008, os grandes bancos empoçaram liquidez e dificultaram as captações no mercado aberto (Freitas, 2009; Torres Filho, 2012; Oliveira, 2009b). 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 desse mesmo ano. Em março de 2014, essas operações

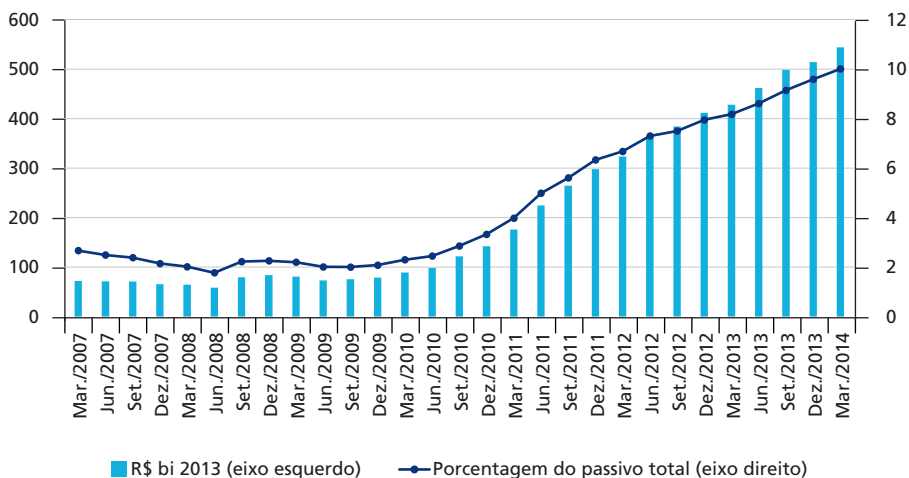
44. No caso das Letras Financeiras Subordinadas, no caso de falência ou liquidação da instituição emissora, os credores titulares (subordinados) apenas receberão os créditos depois dos credores quirografários. Com a MP nº 608, de 28 de fevereiro de 2013, convertida na Lei nº 12.838, de 9 de julho de 2013, as Letras Financeiras passaram a poder ser utilizadas pelas instituições financeiras para efeito de composição do capital regulamentar – Basileia III (Stuber, 2012; BCB, 2013).

45. 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).

somavam R\$ 1,2 bilhão (preços de 2013), valor equivalente a 22,1% do passivo total do sistema bancário, consolidado bancário I.

GRÁFICO 14

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

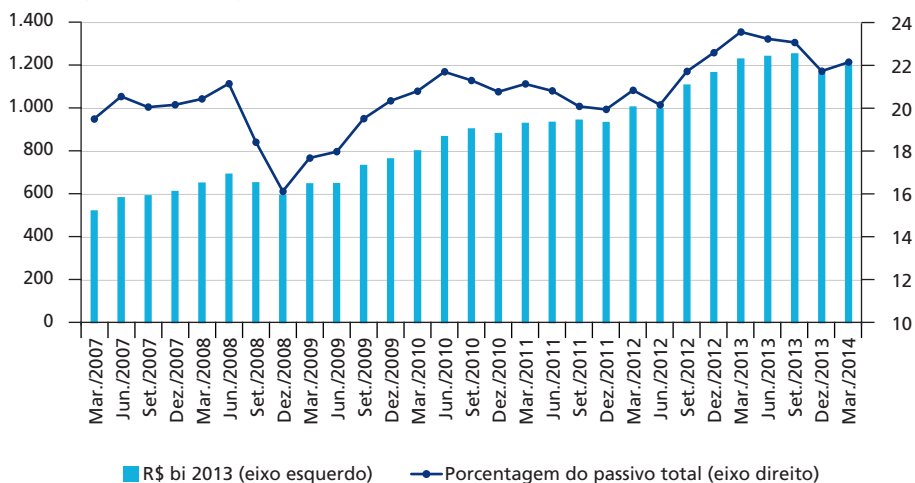


Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 15

Captações no mercado aberto por parte do sistema bancário – consolidado bancário I (I-2007 / I-2014)



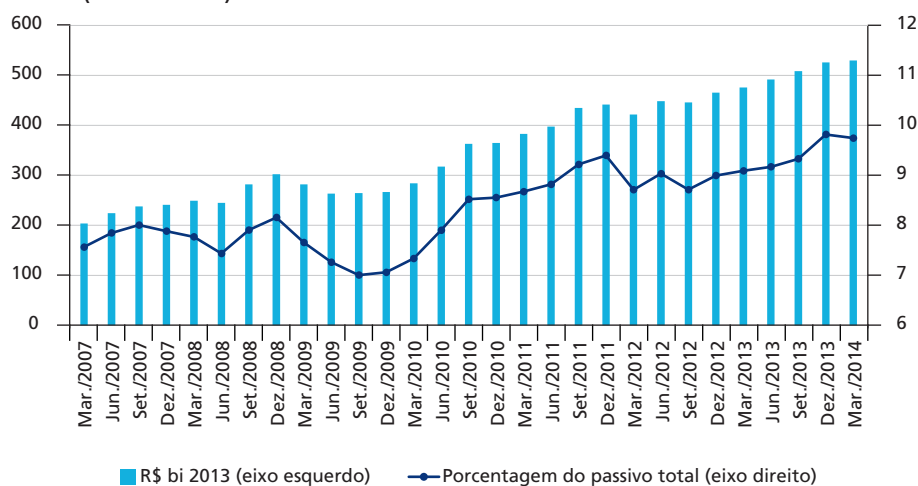
Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

As operações por empréstimos e repasses, no país e no exterior, apresentaram trajetória de crescimento a partir do fim de 2009 (gráfico 16). Certamente, a maior dificuldade de captação de recursos no exterior, em função dos efeitos da crise eclodida no final do terceiro trimestre de 2008, explica o recuo dessas operações, tanto em valores reais como em participação do passivo total, ao longo de 2009. Provavelmente, não fossem as operações de empréstimos e repasses no país,⁴⁶ viabilizadas pelas instituições oficiais (incluindo as operações de assistência financeira do BCB), certamente essa expressiva redução teria ocorrido já a partir de dezembro de 2008. Com a recuperação das linhas externas e da confiança, as operações por empréstimos e repasses voltaram a crescer, passando de R\$ 263,6 bilhões para R\$ 529,7 bilhões entre junho de 2009 e março de 2014, em valores reais de 2013. Em termos de participação do passivo total, subiu de 7% para aproximadamente 10%.

GRÁFICO 16

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



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

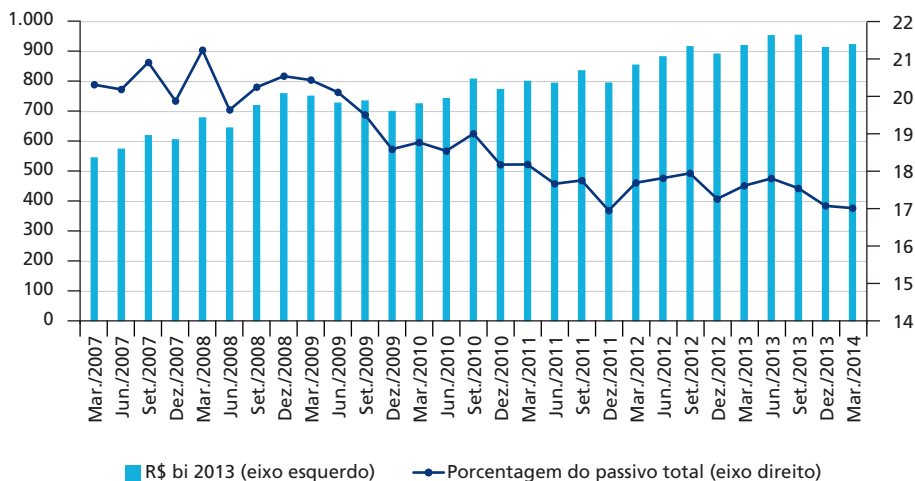
As demais obrigações e resultados de exercícios futuros aumentaram, em valores reais, ao longo do período considerado, de R\$ 547,6 bilhões para R\$ 925,3 bilhões, mas diminuíram em proporção do passivo total, de 20,3% para 17%. Situação similar, em magnitude diferente, ocorreu com o patrimônio líquido do sistema bancário: entre março de 2007 e março de 2014, essa conta aumentou de R\$ 233,7 bilhões para R\$ 415,9 bilhões; mas em relação ao passivo total, reduziu de 8,7% para 7,7% (gráfico 17). Essa redução ocorreu na esteira da ampliação das operações de crédito do sistema bancário. No período em questão, a relação entre

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

operações de crédito e arrendamento mercantil e patrimônio líquido do sistema bancário (consolidado I) aumentou de 3,6% para 5,4%. A participação relativa do patrimônio líquido no ativo total diminuiu de 8,7% para 7,7% (gráfico 18).

GRÁFICO 17

Outras obrigações e resultados de exercícios futuros do sistema bancário – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)

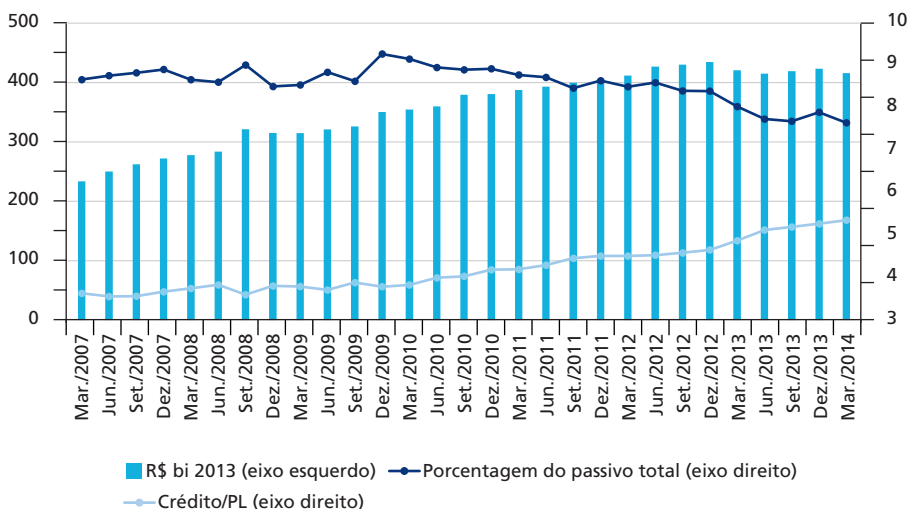


Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 18

Patrimônio líquido do sistema bancário – consolidado bancário I (I-2007/I-2014)



Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

4 CONCLUSÃO

Este trabalho discutiu os diferentes critérios metodológicos dos dados de balanço dos bancos disponibilizados pelo BCB, assim como a estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil no período recente (de março de 2007 a março de 2014).

Em relação aos dados de balanço, verificou-se que os diferentes critérios de apresentação e/ou consolidação das informações contábeis das instituições financeiras podem levar a diferentes conclusões. O balanço de um banco pode ser analisado sob o ponto de vista da instituição independente, do conglomerado financeiro e do conglomerado econômico. Enquanto os dados contábeis da instituição independente não são consolidados com as demais instituições do grupo da qual ela faz parte, os dados do conglomerado financeiro contemplam, de forma consolidada, as informações contábeis das instituições financeiras que formam o referido conglomerado. Isso não significa, contudo, que as entidades não financeiras não afetem os balanços e demonstrativos do conglomerado financeiro. Isso porque se uma instituição financeira do conglomerado financeiro detiver participação societária em uma ou mais entidades não financeiras, essa participação afetará tanto o ativo (permanente, investimento) do referido conglomerado, como o seu demonstrativo de resultados (mais especificamente, a conta resultado de participação em controladas e coligadas). As operações entre essas diferentes entidades (financeiras e não financeiras), frise-se, não são objeto de consolidação, no caso do conglomerado financeiro.

Mesmo que os grandes bancos no Brasil constituam, efetivamente, grandes conglomerados econômicos, as informações contábeis do conglomerado financeiro são importantes no sentido de permitir analisar o *core* financeiro do grupo. Evidentemente, esse critério esbarra em certas limitações, seja porque as entidades não financeiras do grupo não são contempladas no processo de consolidação das informações contábeis, seja porque, a despeito de não haver consolidação das informações, as entidades não financeiras podem afetar o ativo e os resultados do conglomerado financeiro.

As informações contábeis do conglomerado econômico-financeiro, por sua vez, contemplam todas as instituições de um grupo econômico, tanto financeiras como não financeiras, de forma consolidada. Neste caso, diferentemente do conglomerado financeiro, a consolidação contábil é realizada “linha a linha”. Essas informações eram disponibilizadas pelo BCB no âmbito da fonte “c” discutida neste relatório, a saber, informações financeiras trimestrais (IFT). Contudo, o documento IFT deixou de ser exigido das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB.

No que diz respeito à estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil, no período recente, os dados de balanço evidenciam importantes transformações.

No que diz respeito ao ativo, observou-se um aumento representativo da participação das operações de crédito a partir de meados de 2009, depois da crise global eclodida em 2008. O papel não apenas anticíclico, mas também dinamizador do crédito realizado pelos bancos públicos, a saber, CEF, BB e BNDES, foi fundamental para a viabilização desse crescimento. Atualmente, as operações de crédito e arrendamento mercantil do BB e da CEF, em conjunto, correspondem a aproximadamente metade do ativo total do sistema bancário (consolidado I), sendo que no início do período considerado essa relação não atingia um terço. Portanto, o expressivo crescimento das operações de crédito no Brasil a partir de meados de 2009 foi capitaneada pelos bancos públicos mencionados.

Importante notar, ainda, que esse crescimento da participação relativa das operações de crédito ocorreu em um contexto de forte aumento do ativo total do sistema bancário. Em percentual do PIB, o ativo total do sistema bancário aumentou de pouco menos de 80% para 115% entre março de 2007 e março de 2014. A contrapartida, do lado do ativo, do aumento da participação das operações de crédito, foi expressiva redução da importância das operações com TVM no ativo total do sistema bancário.

Sendo assim, de uma maneira geral, a análise revela uma estrutura patrimonial menos líquida do sistema bancário no período recente, a partir de meados de 2009, com maior exposição em operações de crédito. Interessante notar que essa modificação do grau de liquidez dos ativos do sistema bancário decorreu, fundamentalmente, da forte expansão das operações de crédito dos bancos públicos – no caso do consolidado bancário I, do BB e da CEF. A participação relativa das operações de crédito e arrendamento mercantil dessas duas instituições nas operações de crédito e arrendamento mercantil do sistema bancário revela que elas protagonizaram a redução do grau de liquidez dos ativos desse sistema, com destaque à CEF, cuja elevação ao longo do período analisado foi bastante acentuada. Considerando o consolidado bancário I sem CEF e BB, o aumento da participação de crédito no ativo total do sistema bancário foi bem menos acentuado entre o início e o fim do período analisado neste trabalho. Isso revela que o sistema bancário privado foi bem menos ousado em relação ao aumento das operações de crédito no período considerado, comparativamente aos dois grandes bancos públicos brasileiros.

Outra evidência importante, em relação ao lado esquerdo do balanço do sistema bancário, foi o conjunto de movimentos verificado no contexto do período mais agudo da crise global de 2008. Diferentemente das crises anteriores, houve uma retração apenas modesta da participação do crédito no ativo total. A participação das relações interfinanceiras, por sua vez, caiu expressivamente, refletindo a flexibilização dos compulsórios, enquanto a das aplicações interfinanceiras aumentou, puxada pelas operações compromissadas.

No que diz respeito ao passivo, a análise realizada mostrou a redução da participação relativa dos depósitos no passivo total do sistema bancário, condicionada pela diminuição dos depósitos a prazo. Efetivamente, com a criação e as emissões das Letras Financeiras, os bancos passaram a preferir esta forma de captação *vis-à-vis* os depósitos a prazo. Isto porque, além de não dispor de liquidez diária, não há incidência de recolhimento compulsório sobre os recursos captados mediante emissão de Letras Financeiras. Isso explica o expressivo crescimento da participação relativa dos recursos de aceites e emissão de títulos no ativo total do sistema bancário no período recente.

Certamente, a consolidação e a ampliação da importância desse instrumento de captação de recursos, a saber, as Letras Financeiras, podem contribuir para a viabilização de uma elevação sustentável das operações de crédito no ativo total do sistema bancário, além de permitir maior conexão entre o mercado financeiro e o mercado de capitais, condição importante para a constituição de um sistema de financiamento de longo prazo dinâmico, diversificado e profundo. Os depósitos de poupança, por sua vez, aumentaram mesmo com a mudança das regras dessa modalidade de aplicação, a partir de maio de 2012.

Outra evidência importante do lado do passivo correspondeu ao expressivo aumento das captações de mercado aberto, depois da forte retração da participação relativa dessas operações no terceiro e no quarto trimestre de 2008. Juntos, os depósitos e as captações de mercado aberto, modalidades de captação de recursos de prazos curtos, representam mais da metade da captação de recursos pelo sistema bancário.

As obrigações por empréstimos e repasses também apresentaram forte recuo em 2009, no contexto internacional menos receptivo às captações externas, mas voltaram a crescer já a partir do primeiro trimestre de 2010.

Ademais, na esteira da expansão do crédito verificada no período, constatou-se tanto um aumento das operações de crédito em relação ao patrimônio líquido desse sistema, como uma redução da importância do patrimônio líquido no ativo total. Processo este, vale mais uma vez salientar, capitaneado pelos bancos públicos (BB e CEF).

Por fim, vale frisar que os dados e indicadores analisados neste relatório permitiram uma visão global da estrutura patrimonial do sistema bancário, sem maiores desagregações por controle de capital ou instituições. Uma análise mais desagregada, contudo, torna-se possível com o uso da fonte “a” indicada neste relatório (balanetes dos conglomerados financeiros), embora nem sempre no nível desejado (modalidades de crédito, prazos etc.). Uma restrição importante refere-se à análise dos prazos dos ativos e passivos dos bancos, já que somente a fonte “c” (informações financeiras trimestrais) permite essa desagregação e ela

sofreu interrupção em 2010. Isso significa, portanto, que a despeito das limitações existentes, análises mais detalhadas são possíveis e necessárias, seja por controle de capital, seja por instituição, seja a partir de contas de balanço menos agregadas. O objetivo desta primeira etapa da pesquisa, contudo, foi tão somente analisar a estrutura patrimonial do sistema bancário como um todo, ponto de partida para a discussão das estratégias comparadas de balanço das instituições financeiras e dos dados patrimoniais mais desagregados.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. **Consolidação de demonstrações financeiras**: equivalência patrimonial, conversão de demonstrações financeiras em moeda estrangeira. São Paulo: Atlas, 1991.

BANCO ALFA. **Demonstrações financeiras combinadas** – 31 de dezembro de 2012 e 2011. São Paulo: Banco Alfa, 2013.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de estabilidade financeira**. Brasília: BCB, set. 2013.

_____. **50 maiores bancos e o consolidado do sistema financeiro nacional**. Disponível em: <<http://goo.gl/xAFjgz>>.

CARVALHO, F. Estrutura de padrões de competição no sistema bancário brasileiro: uma hipótese para investigação e alguma evidência preliminar. *In*: PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. (Org.). **Sistema financeiro**: uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.

CAVALCANTI, M.; VONBUN, C. **Evolução da política do recolhimento compulsório no Brasil pós-Real**. Rio de Janeiro: Ipea, 2013. (Texto para Discussão, n. 1826).

CINTRA, M. A. A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. *In*: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Unesp, 2006.

COSIF – PLANO CONTÁBIL DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Brasília: Banco Central, 1987. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

_____. **Portal de contabilidade**. Disponível em: <<http://www.cosif.com.br/>>. Acesso em: jul. 2014.

FREITAS, C. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. *In*: CINTRA, M.; SILVA E. **Financiamento das corporações**: perspectivas do desenvolvimento brasileiro. Brasília: Ipea, 2013.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável às demais sociedades. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

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

OLIVEIRA, G. Sobre o patamar da taxa básica de juros no Brasil. **Valor Econômico**, v. 1, p. A-10, 2012.

_____. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades. 2009. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009a.

_____. O comportamento do crédito e a reação do Banco Central e do sistema financeiro público e privado aos efeitos da crise internacional. *In*: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2., 2009b, **Anais...** Porto Alegre, 2009b.

PAULA, L.; GUIMARÃES e SOUZA, G. J. Sistema financeiro nacional: análise recente, diagnóstico e perspectivas. *In*: OREIRO, J. L.; PAULA, L.; BASÍLIO, F. (Org.). **Macroeconomia do desenvolvimento**: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica. Recife: UFPE, 2012.

PAULA, Luiz F. de. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro. **Estudos Econômicos**, v. 43, n. 2, p. 363-96, abr./jun. 2013.

ROARELLI, M.; ORNELAS NETO, J.; BROWN, R. Análise das recentes operações entre o Tesouro, o BNDES, CEF e o Fundo Soberano e seu impacto sobre as contas públicas, a “contabilidade criativa”. **Revista de Conjuntura/DF**, n. 52, p. 22-33, 2014.

STUBER, W. Letras financeiras: as novas regras do Conselho Monetário Nacional. **Revista Jurídica Consulex**, v. 16, n. 378, p. 50-52, 2012.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *In*: LIMA, G.; SICSÚ, J.; PAULA, L. (Org.). **Macroeconomia moderna**: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

TORRES FILHO, E. Por que ainda não temos crédito privado de longo prazo no Brasil? *In*: PRADO, L. C. (Org.). **Desenvolvimento econômico e crise**: ensaios em comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares. Rio de Janeiro: Contraponto/Centro Internacional Celso Furtado, 2012.

TORRES FILHO, E.; MACAHYBA, L. **O elo perdido**: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil – avaliação e propostas. São Paulo: Iedi, 2012.

TORRES FILHO, E.; COSTA, F. **Financiamento de longo prazo no Brasil**: um mercado em transformação. Rio de Janeiro: Ipea, jun. 2013. (Texto para Discussão, n. 1843).

ANEXO A

COMPOSIÇÃO DAS CONTAS PATRIMONIAIS ANALISADAS DOS BANCOS NO BRASIL

QUADRO A.1

Contas patrimoniais analisadas: composição a partir dos códigos Cosif

Ativo total: 10000007 (+) e 20000004 (+)
Disponibilidades: 11000006 (+)
Aplicações interfinanceiras: 12000005 (+)
TVM e instrumentos financeiros derivativos: 13000004 (+)
Relações interfinanceiras: 14000003 (+)
Relações interdependências: 15000002 (+)
Operações de crédito e arrendamento mercantil: * 16000001 (+) e 17000000 (+)
Provisão para CL: 16900008 (+) e 17900007 (+)
Cooprigações em cessões de créditos: 30185005 (+)
Outros créditos: 18000009 (+)
Outros valores e bens: 19000008 (+)
Imobilizado de arrendamento: 23000001 (+)
Permanente: 20000004 (+) e 23000001 (-)
Passivo exigível: 40000008 (+) 50000005 (+)
Depósitos à vista: 41100000 (+)
Depósitos de poupança: 41200003 (+)
Depósitos interfinanceiros: 41300006 (+)
Depósitos a prazo: 41500002 (+)
Outros depósitos: 41400009 (+) 41600005 (+) 41700008 (+) 41800001 (+) 41900004 (+)
Depósitos totais: 41000007 (+)
Captações no mercado aberto: 42000006 (+)
Recursos de aceites e emissão de títulos: 43250006 (+) 43110005 (+) 43210008 (+) 43225000 (+) 43235007 (+) 43240009 (+) 43293001 (+) 43400007 (+) 43500000 (+)
Relações interfinanceiras: 44000004 (+)
Relações interdependências: 45000003 (+)
Obrigações por empréstimos e repasses: 46000002 (+)
Outras obrigações e exercícios futuros: 49000009 (+) 50000005 (+)
Patrimônio líquido: 60000002 (+) 70000009 (+) 80000006 (+)
Lucro líquido: 70000009 (+) 80000006 (+) 81955002 (-)

Fonte: BCB.

Obs.: Nos quadros metodológicos do BCB que explicitam as contas agregadas de balanço dos bancos segundo a fonte "b" (50 maiores bancos), a conta "operações de crédito e arrendamento mercantil" era apresentada, quando da realização deste trabalho, "líquidas de provisão". Contudo, a realização do cálculo da conta aglutinada de acordo com os dados da fonte "a" (Balancetes) mostrou que tais operações não eram líquidas de provisão, até março de 2014.

ANEXO B

NOTA METODOLÓGICA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL⁴⁷**1 BASE 50 MAIORES BANCOS E O CONSOLIDADO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – ESCLARECIMENTOS E METODOLOGIA APLICÁVEIS PARA DATAS-BASE A PARTIR DE JUNHO DE 2009**

O Banco Central do Brasil, por meio do relatório *50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional*, divulga trimestralmente as informações contábeis dos conglomerados financeiros que detenham bancos em sua composição e dos bancos não integrantes de conglomerados, que estejam em funcionamento normal.

A versão preliminar e a definitiva são disponibilizadas sessenta e noventa dias, respectivamente, após o fechamento do trimestre. No entanto, para a data-base de dezembro, não há divulgação da versão preliminar, mas apenas da versão definitiva, noventa dias após essa data-base.

Com vistas a facilitar a consulta em tela, os relatórios são segregados em cinco grupos de informações, a saber:

- resumo;
- ativo;
- passivo;
- resultado de intermediação financeira; e
- resultado líquido.

Para acessar em tela as informações do relatório, é necessário definir o critério de classificação desejado, conforme as opções oferecidas na página inicial.

O arquivo disponível para *download*, em formato *csv*, contém todos os dados disponíveis em cada um dos grupos.

1.1 Conceitos utilizados

Sistema Financeiro Nacional: conjunto de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, exceto administradoras de consórcios, agrupadas ou não em conglomerados.

47. Nota disponível no *site* do BCB: <www.bcb.gov.br>. Citação literal.

Bancos: equivalem aos conceitos de conglomerados bancários e instituições independentes, na forma a seguir definida.

Instituições bancárias independentes I: instituições financeiras do tipo banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou Caixa Econômica que não integrem conglomerado.

Instituições bancárias independentes II: instituições financeiras do tipo banco múltiplo sem carteira comercial e banco de investimento, que não integrem conglomerado.

Instituições bancárias independentes III: cooperativas de crédito.

Instituições bancárias independentes IV: instituições financeiras do tipo banco de desenvolvimento, que não integrem conglomerado.

Instituições não bancárias independentes: Demais instituições financeiras, exceto aquelas qualificadas como instituições bancárias independentes I, II ou IV e cooperativas de crédito.

Conglomerado: conjunto de instituições financeiras que consolidam seus demonstrativos contábeis.

Conglomerado bancário I: conglomerado composto de pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial.

Conglomerado bancário II: conglomerado composto de pelo menos uma instituição do tipo banco múltiplo sem carteira comercial ou banco de investimento, mas sem conter instituições do tipo banco comercial e banco múltiplo com carteira comercial.

Conglomerado não bancário: conglomerado composto de instituições financeiras não classificáveis nos conceitos de conglomerado bancário I ou II.

Consolidado bancário I: somatório das posições contábeis das instituições bancárias do tipo conglomerado bancário I e instituições bancárias independentes I.

Consolidado bancário II: somatório das posições contábeis das instituições bancárias do tipo conglomerado bancário II e instituições bancárias independentes II.

Consolidado bancário III: somatório das posições contábeis das cooperativas de crédito.

Consolidado bancário IV: somatório das posições contábeis das instituições bancárias do tipo instituições bancárias independentes IV.

Consolidado não bancário: somatório das posições contábeis dos conglomerados não bancários e instituições financeiras não bancárias independentes.

Total do Sistema Financeiro Nacional: somatório dos consolidados bancários I, II, III, IV e consolidado não bancário.

1.2 Descrição dos campos

Tipo de consolidado bancário (TCB): identifica o consolidado bancário no qual a instituição ou o conglomerado financeiro está inserido, podendo assumir:

B-I: consolidado bancário I

B-II: consolidado bancário II

B-IV: consolidado bancário IV

Instituição: nome reduzido da instituição ou do conglomerado financeiro no cadastro do Banco Central.

TD = tipo de documento: a letra “I” (instituições bancárias independentes) corresponde aos documentos nºs 4010 e 4016 e a letra “C” (conglomerado) corresponde aos documentos nºs 4040 e 4046.

Documentos nºs 4040 e 4046: balancete/balanço consolidado elaborado pelos conglomerados financeiros, contendo a posição aglutinada e consolidada de todas as instituições financeiras integrantes do conglomerado bancário, com as devidas eliminações das transações efetuadas entre elas.

Documentos nºs 4010 e 4016: balancete/balanço elaborado pelas instituições financeiras independentes. Nas datas-bases de junho e dezembro, são considerados os documentos nº 4046 ou nº 4016. No caso de documento atrasado/indisponível, será considerado aquele de data-base anterior mais recente.

TC = tipo de controle: identifica a origem do controle de capital dos conglomerados bancários ou das instituições independentes. Ele é apresentado com a seguinte representação:

1: Público

2: Privado Nacional

3: Privado com Controle Estrangeiro

Obs.: este campo identifica as instituições que possuem excepcionalidades, autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou pelo Banco Central do Brasil, para o cálculo do Patrimônio de Referência Exigido (PRE) ou para o cálculo do Ativo Permanente Imobilizado. A fundamentação das excepcionalidades está descrita no quadro “excepcionalidades”, bem como dos efeitos sobre os índices de Basileia e de imobilização.

Data balancete: corresponde à data-base do demonstrativo financeiro utilizado na elaboração dos 50 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional, que poderá inclusive conter dados de demonstrativos em datas diferentes.

Cidade: onde fica localizada a sede da instituição de acordo com o cadastro do Banco Central do Brasil.

UF: Unidade da Federação onde fica a sede da instituição financeira.

Data DLO: corresponde à data-base do demonstrativo de limites operacionais utilizado na elaboração do relatório, que poderá conter dados de demonstrativos em datas diferentes.

Sendo que:

Demonstrativo de Limites Operacionais (DLO): documento instituído pela Circular do Banco Central do Brasil (BC) nº 3.398, de 23 de julho de 2008, que tem por objetivo apresentar as informações relativas aos detalhamentos do cálculo dos limites monitorados pelo BC, na data-base de apuração. As informações são remetidas pelas próprias instituições e constituem a base para os campos “índice de Basileia” e “índice de imobilização”.

Índice de Basileia (índice de adequação de capital): conceito internacional definido pelo comitê de Basileia que recomenda a relação mínima de 8% entre o patrimônio de referência (PR) e os riscos ponderados conforme regulamentação em vigor (patrimônio de referência exigido – PRE). No Brasil, a relação mínima exigida é dada pelo fator F, de acordo com a Resolução do CMN nº 3.490, de 29 de agosto de 2007, e Circular do BC nº 3.360, de 12 de setembro de 2007, devendo ser observados os seguintes valores:

- a) 0,11 (onze centésimos), para as instituições financeiras e as demais instituições autorizadas a funcionar pelo BC, exceto cooperativas de crédito não filiadas a cooperativas centrais de crédito; e
- b) 0,15 (quinze centésimos), para cooperativas de crédito singulares não filiadas a cooperativas centrais de crédito.

Obs.: As cooperativas de crédito singulares que utilizarem a faculdade prevista no Art. 2º, § 4º, da Resolução do CMN nº 3.490, de 2007, devem adicionar 0,02 (dois centésimos) ao fator F.

O cálculo do índice é efetuado de acordo com a seguinte fórmula:

$$PR * 100 / (PRE / \text{fator } F)$$

A instituição ou conglomerado financeiro que detiver patrimônio de referência (PR) inferior ao patrimônio de referência exigido (PRE) está desenquadrada em relação ao índice de Basileia, ou seja, seu patrimônio é insuficiente para cobrir

os riscos existentes em suas operações ativas, passivas e registradas em contas de compensação.

Exemplos:

a) Instituição enquadrada:

PR = 150

PRE = 120

Portanto: PR > PRE

Índice de Basileia = $150 * 100 / (120 / 0,11) = 13,75$ (a instituição detém patrimônio suficiente)

b) Instituição desenquadrada:

PR = 150

PRE = 160

Portanto: PR < PRE

Índice de Basileia = $150 * 100 / (160 / 0,11) = 10,31$ (insuficiência de patrimônio)

Índice de imobilização: indica o percentual de comprometimento do PR com o ativo permanente imobilizado. Desde dezembro de 2002, o índice máximo permitido é de 50%, conforme determina a Resolução CMN nº 2.669, de 25 de novembro de 1999. Esse índice é calculado conforme fórmula a seguir:

(ativo permanente imobilizado - deduções) / (PR - títulos patrimoniais)

Sendo que:

Patrimônio de referência (PR) é a medida de capital regulamentar utilizada para verificar o cumprimento dos limites operacionais das instituições e dos conglomerados financeiros e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Nos termos da Resolução do CMN nº 3.444, de 28 de fevereiro de 2007, o patrimônio de referência é composto basicamente pelo somatório do capital de nível I e do capital de nível II, com as deduções previstas naquele instrumento normativo.

Patrimônio de referência exigido (PRE) é o patrimônio exigido das instituições e dos conglomerados financeiros, decorrente da exposição aos riscos inerentes às atividades desenvolvidas. O cálculo, baseado na regulamentação em vigor, alcança os registros nas contas ativas, passivas e de compensação. Atualmente é definido pela Resolução do CMN nº 3.490, de 2007, e suas regulamentações posteriores. O PRE é calculado a partir da soma das parcelas de patrimônio exigido para a cobertura das exposições aos diversos riscos, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{PRE} = \text{PEPR} + \text{PCAM} + \text{PJUR} + \text{PCOM} + \text{PACS} + \text{POPR} + \text{AdicBC},$$

onde:

PEPR: exposições ponderadas pelo nível de risco a elas atribuídos;

PCAM: exposições em ouro, moeda estrangeira e em operações sujeitas à variação cambial;

PJUR: operações sujeitas à variação das taxas de juros;

PCOM: operações sujeitas à variação do preço das mercadorias – *commodities*;

PACS: operações sujeitas à variação do preço de ações; e

POPR: patrimônio exigido para cobertura do risco operacional.

AdicBC é o aumento do valor do PRE da instituição que o BC poderá determinar eventualmente.

1.3 Informações básicas

De acordo com a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, as instituições financeiras devem apurar resultados em 30 de junho e em 31 de dezembro de cada ano, obrigatoriamente, com observância às regras contábeis estabelecidas pelo CMN. Dessa forma, em março e setembro, os dados contábeis referentes às receitas e às despesas correspondem aos saldos acumulados entre janeiro e março e entre julho e setembro, respectivamente. Os demonstrativos de resultado de junho e dezembro registram os valores acumulados entre janeiro e junho e entre julho e dezembro, respectivamente.

Até a entrada em vigor da Circular do BC nº 3.444, de 2007, que determinou às instituições integrantes de conglomerados a apuração dos limites exclusivamente de forma consolidada, as instituições financeiras integrantes de conglomerados não optantes pela apuração consolidada dos limites operacionais eram consideradas isoladamente.

Os dados contábeis utilizados neste relatório são informados ao BC pelas próprias instituições, sendo delas a responsabilidade integral.

Os dados contábeis dos conglomerados financeiros constantes deste relatório são fornecidos pelas próprias instituições financeiras de acordo com as normas básicas do Plano Contábil das Instituições Financeiras – Cosif (item 21), podendo apresentar diferenças em relação aos dados divulgados na imprensa em atendimento à legislação societária pelas instituições financeiras constituídas sob a forma de sociedade anônima.

O lucro líquido é apresentado sem considerar o valor correspondente à despesa com pagamento de juros sobre o capital próprio (JSCP), em consonância com as normas contábeis aplicáveis para fins de publicação dos demonstrativos financeiros. Não são efetuados os ajustes relativos às receitas de juros sobre o capital próprio por conta de investimentos.

As informações sobre o número de funcionários (composto por efetivos, contratados, terceirizados, estagiários e outros) e das agências em funcionamento (quantidade de sede e agências ativas) referem-se exclusivamente às instituições bancárias (não incluindo as instituições não bancárias no caso de conglomerados) e são coletadas na forma definida pela Carta-Circular do BC nº 49, de 1º de setembro de 1971, e Comunicado do BC nº 4.576, de 8 de maio de 1995.

O recurso de *composição das colunas* permite consultar as rubricas contábeis aglutinadas em cada coluna do relatório.

ANEXO C

NOTA METODOLÓGICA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL⁴⁸

BASE 50 MAIORES BANCOS E O CONSOLIDADO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – ESCLARECIMENTOS E METODOLOGIA APLICÁVEIS PARA DATAS-BASES ANTERIORES A JUNHO DE 2009

1 OS CINQUENTA MAIORES BANCOS E O CONSOLIDADO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O relatório *50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional* é elaborado trimestralmente com base nas últimas informações contábeis disponíveis dos conglomerados bancários e das instituições bancárias independentes em funcionamento normal, classificando-os pela ordem decrescente de ativo total deduzido da intermediação (de títulos – posição financiada). A versão preliminar é disponibilizada sessenta dias após o fechamento do trimestre e a definitiva, noventa dias após.

De acordo com a Lei nº 4.595/1964, as instituições financeiras devem apurar resultados em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano, obrigatoriamente, com observância das regras contábeis estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Desta forma, em março e setembro, os dados contábeis referentes a receitas e despesas correspondem aos saldos acumulados de janeiro a março e de julho a setembro, respectivamente. Os demonstrativos de resultado de junho e dezembro registram os valores acumulados de janeiro a junho e de julho a dezembro, respectivamente.

1.1 Conceitos utilizados

Sistema Financeiro Nacional: instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil – exceto administradoras de consórcios – agrupadas ou não em conglomerados.

Bancos: equivalem aos conceitos de conglomerados bancários e instituições independentes, na forma a seguir definida.

Conglomerado: conjunto de instituições financeiras que consolidam seus demonstrativos contábeis.

48. Nota disponível no site do BCB: <www.bcb.gov.br>. Citação literal.

Instituições bancárias independentes I: instituições financeiras do tipo banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou caixa econômica que não integrem conglomerado.

Instituições bancárias independentes II: instituições financeiras do tipo banco múltiplo sem carteira comercial e banco de investimento, que não integrem conglomerado.

Instituições bancárias independentes III: cooperativas de crédito.

Instituições bancárias independentes IV: instituições financeiras do tipo banco de desenvolvimento, que não integrem conglomerado.

Instituições não bancárias independentes: demais instituições financeiras, exceto aquelas qualificadas como instituições bancárias independentes I, II ou IV e cooperativas de crédito.

Conglomerado bancário I: conglomerado em cuja composição se verifica pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial.

Conglomerado bancário II: conglomerado em cuja composição não se verificam instituições do tipo banco comercial e banco múltiplo com carteira comercial, mas que conta com pelo menos uma instituição do tipo banco múltiplo sem carteira comercial ou banco de investimento.

Conglomerado não bancário: conglomerado de instituições financeiras que não se enquadra nos conceitos de conglomerado bancário I ou II.

Consolidado bancário I: aglutinado das posições contábeis das instituições bancárias do tipo conglomerado bancário I e instituições bancárias independentes I.

Consolidado bancário II: aglutinado das posições contábeis das instituições bancárias do tipo conglomerado bancário II e instituições bancárias independentes II.

Consolidado bancário III: aglutinado das posições contábeis das cooperativas de crédito.

Consolidado bancário IV: aglutinado das posições contábeis das instituições bancárias do tipo instituições bancárias independentes IV.

Consolidado não bancário: aglutinado das posições contábeis dos conglomerados não bancários e instituições financeiras não bancárias independentes.

Total do Sistema Financeiro Nacional: corresponde ao somatório dos consolidados bancários I, II, III, IV e consolidado não bancário.

1.2 Descrição dos campos

TD = tipo de documento: a letra “I” (instituições bancárias independentes) corresponde aos documentos nºs 4010 e 4016 e a letra “C” (conglomerado) corresponde aos documentos nºs 4040 e 4046.

Documentos nºs 4040 e 4046: balancete/balanco consolidado elaborado pelos conglomerados, contendo a consolidação das posições de todas as instituições pertencentes ao conglomerado bancário, sendo eliminadas as transações efetuadas entre elas.

Documentos nºs 4010 e 4016: balancete/balanco elaborado pelas instituições financeiras independentes.

Nas datas-bases de junho e dezembro, são considerados os documentos nº 4046 ou nº 4016. No caso de documento atrasado/indisponível, será considerado aquele de data-base anterior mais recente.

DLO = demonstrativo de limites operacionais: documento instituído pela Circular nº 3.398, de 23 de julho de 2008, que tem por objetivo apresentar as informações referentes aos detalhamentos do cálculo dos limites monitorados pelo Banco Central do Brasil, na data-base de apuração. As informações são remetidas pelas próprias instituições e são base para a elaboração do relatório limites operacionais.

Obs.: Este campo identifica as instituições que possuem excepcionalidades, autorizadas pelo CMN ou pelo BCB, para o cálculo do patrimônio de referência exigido (PRE) ou para o cálculo do ativo permanente imobilizado. A fundamentação das excepcionalidades está descrita no quadro “excepcionalidades”, bem como os índices de Basileia e de imobilização considerando os seus efeitos.

TC = tipo de controle: identifica a origem do controle de capital dos conglomerados bancários ou das instituições independentes. Ele é apresentado com a seguinte representação:

- 1 - público federal;
- 2 - público estadual;
- 3 - privado nacional;
- 4 - privado controle estrangeiro; e
- 5 - privado participação estrangeira.

Data-balancete/data DLO: corresponde à data-base do demonstrativo financeiro utilizado na elaboração do relatório *50 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional*, o qual poderá conter dados de demonstrativos em datas diferentes.

Índice de adequação de capital (índice de Basileia): conceito internacional definido pelo comitê de Basileia que recomenda a relação mínima de 8% entre o patrimônio de referência (PR) e os riscos ponderados conforme regulamentação em vigor (patrimônio de referência exigido – PRE). No Brasil, a relação mínima exigida é dada pelo fator F, de acordo com a Resolução nº 3.490, de 29 de agosto de 2007, e Circular nº 3.360, de 12 de setembro de 2007, devendo ser observados os seguintes valores:

- 0,11 (onze centésimos), tratando-se de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, exceto cooperativas de crédito não filiadas a cooperativas centrais de crédito; e
- 0,15 (quinze centésimos), tratando-se de cooperativas de crédito singulares não filiadas a cooperativas centrais de crédito.

Obs.: Caso as cooperativas singulares de crédito se utilizarem da faculdade prevista no Art. 2º, § 4º, da Resolução nº 3.490/2007, elas deverão adicionar 0,02 (dois centésimos) ao fator F.

O cálculo do índice é efetuado de acordo com a seguinte fórmula:

$$PR * 100 / (PRE / \text{fator F})$$

Considera-se desenquadrada em relação ao índice de Basileia a instituição cujo PR seja inferior ao PRE calculado para ela, isto é, seu patrimônio é insuficiente para a cobertura dos riscos decorrentes de suas operações ativas, passivas e registradas em contas de compensação.

Exemplos:

a) instituição enquadrada:

$$PR = 150$$

$$PRE = 120$$

Portanto: $PR > PRE$

Índice de Basileia = $150 * 100 / (120 / 0,11) = 13,75$ (a instituição detém patrimônio suficiente)

b) Instituição desenquadrada:

$$PR = 150$$

$$PRE = 160$$

Portanto: $PR < PRE$

Índice de Basileia = $150 * 100 / (160 / 0,11) = 10,31$ (insuficiência de patrimônio)

Índice de imobilização: indica o percentual de comprometimento do PR em relação ao ativo permanente imobilizado. Desde dezembro de 2002, o índice máximo permitido é de 50%, conforme determina a Resolução nº 2.669, de 25 de novembro de 1999. Esse índice é calculado conforme fórmula a seguir:

$$(\text{ativo permanente imobilizado-deduções}) / (\text{PR-títulos patrimoniais})$$

Sendo que:

PR é a medida de capital regulamentar utilizada para fins da verificação do cumprimento dos limites operacionais das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB. Nos termos da Resolução nº 3.444, de 28 de fevereiro de 2007, o PR é composto basicamente pelo somatório do capital de nível I e do capital de nível II, com as deduções previstas naquele instrumento normativo.

PRE é o patrimônio exigido das instituições financeiras, decorrente dos riscos a que estão expostas, em função das atividades por elas desenvolvidas. É calculado de acordo com a regulamentação em vigor, alcançando os registros nas contas ativas, passivas e de compensação. Atualmente é definido pela Resolução nº 3.490, de 29 de agosto de 2007, e suas regulamentações posteriores. O PRE é calculado a partir da soma das parcelas de patrimônio exigido para a cobertura das exposições aos diversos riscos, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{PRE} = \text{PEPR} + \text{PCAM} + \text{PJUR} + \text{PCOM} + \text{PACS} + \text{POPR} + \text{AdicBC},$$

sendo que as parcelas correspondem ao patrimônio exigido para a cobertura das exposições aos seguintes riscos:

P_{EPR} : exposições ponderadas pelo nível de risco a elas atribuídos;

P_{CAM} : exposições em ouro, moeda estrangeira e em operações sujeitas à variação cambial;

P_{JUR} : operações sujeitas à variação das taxas de juros;

P_{COM} : operações sujeitas à variação do preço das mercadorias – *commodities*;

P_{ACS} : operações sujeitas à variação do preço de ações; e

P_{OPR} : patrimônio exigido para cobertura do risco operacional.

AdicBC é o aumento do valor do PRE da instituição, que o BCB poderá determinar eventualmente, a seu critério.

1.3 Informações básicas

Até a entrada em vigor da Circular nº 3.444, de 28 de fevereiro de 2007, que determinou às instituições integrantes de conglomerados a apuração exclusivamente consolidada, as instituições financeiras integrantes de conglomerados não optantes pela apuração consolidada dos limites operacionais eram consideradas isoladamente.

Os dados contábeis utilizados no relatório *50 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional* são informados ao BCB pelas próprias instituições, sendo de inteira responsabilidade destas.

Os dados contábeis dos conglomerados financeiros constantes nesse relatório são fornecidos pelas próprias instituições financeiras de acordo com as normas básicas do Cosif (item 21), podendo apresentar diferenças em relação aos dados divulgados na imprensa em atendimento à legislação societária pelas instituições financeiras constituídas sob a forma de sociedade anônima.

O lucro líquido é apresentado sem considerar o valor correspondente à despesa com pagamento de juros ao capital próprio, em consonância com as normas contábeis aplicáveis para fins de publicação dos demonstrativos financeiros. Não são efetuados os ajustes relativos a receitas de juros sobre capital próprio por conta de investimentos. Pelas normas contábeis aplicáveis às instituições financeiras, a apuração de resultado ocorre em junho e dezembro.

As informações sobre número de funcionários (composto por efetivos, contratados, terceirizados, estagiários e outros) e de agências em funcionamento (quantidade de sede e agências ativas), referem-se exclusivamente às instituições bancárias (não incluindo as instituições não bancárias no caso de conglomerados) e são coletadas na forma definida pela Carta-Circular nº 49, de 1º de setembro de 1971 e Comunicado nº 4.576, de 8 de maio de 1995.

O recurso de *download* permite consultar os dados de todas as instituições dos consolidados bancários I, II e IV.

O recurso de *composição das colunas* permite consultar as rubricas contábeis aglutinadas em cada coluna do relatório.

ANEXO D

RESOLUÇÃO NO 4.280, DE 31 DE OUTUBRO DE 2013, DO BCB⁴⁹



BANCO CENTRAL DO BRASIL

RESOLUÇÃO Nº 4.280, DE 31 DE OUTUBRO DE 2013

Dispõe sobre a elaboração, a divulgação e a remessa de Demonstrações Contábeis consolidadas do Conglomerado Prudencial ao Banco Central do Brasil e revoga a Resolução nº 4.195, de 1º de março de 2013.

O Banco Central do Brasil, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o Conselho Monetário Nacional, em sessão realizada em 31 de outubro de 2013, com base no art. 4º, incisos VIII e XII, da referida Lei, e tendo em vista o disposto nos arts. 44, § 8º, da mesma Lei, e 61 da Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009,

R E S O L V E U :

Art. 1º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, exceto cooperativas de crédito, devem elaborar as demonstrações contábeis mencionadas no art. 2º de forma consolidada, incluindo os dados relativos às entidades discriminadas a seguir, localizadas no País ou no exterior, sobre as quais a instituição detenha controle direto ou indireto:

I - instituições financeiras;

II - demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

III - administradoras de consórcio;

IV - instituições de pagamento;

V - sociedades que realizem aquisição de operações de crédito, inclusive imobiliário, ou de direitos creditórios, a exemplo de sociedades de fomento mercantil, sociedades securitizadoras e sociedades de objeto exclusivo; e

VI - outras pessoas jurídicas sediadas no País que tenham por objeto social exclusivo a participação societária nas entidades mencionadas nos incisos de I a V.

Art. 2º As demonstrações contábeis consolidadas mencionadas neste artigo devem ser remetidas ao Banco Central do Brasil, nos termos por ele estabelecidos, da seguinte forma:

I - com periodicidade mensal: Balancete Patrimonial Analítico – Conglomerado Prudencial; e

II - com periodicidade semestral, nas datas-base de junho e dezembro:

a) Balanço Patrimonial – Conglomerado Prudencial;

b) Demonstração do Resultado do Exercício – Conglomerado Prudencial;

49. Resolução disponível no site do BCB: <www.bcb.gov.br>. Citação literal.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

c) Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido – Conglomerado Prudencial; e

d) Demonstração dos Fluxos de Caixa – Conglomerado Prudencial.

§ 1º As demonstrações contábeis consolidadas mencionadas no inciso II do **caput** devem ser divulgadas pela instituição líder do conglomerado, acompanhadas de notas explicativas.

§ 2º Fica o Banco Central do Brasil autorizado a dispensar a remessa de uma ou mais demonstrações contábeis constantes do inciso II do **caput**, com o objetivo de racionalizar o fluxo de informações.

Art. 3º Para fins do disposto no art. 1º, a existência de controle fica caracterizada por:

I - participações em empresas localizadas no País ou no exterior em que a instituição detenha, direta ou indiretamente, isoladamente ou em conjunto com outros sócios, inclusive em função da existência de acordos de votos, direitos de sócio que lhe assegurem preponderância nas deliberações sociais ou poder de eleger ou destituir a maioria dos administradores; ou

II - controle operacional efetivo, caracterizado pela administração ou gerência comum ou pela atuação no mercado sob a mesma marca ou nome comercial.

Art. 4º Os fundos de investimento nos quais as entidades integrantes do conglomerado prudencial, sob qualquer forma, assumam ou retenham substancialmente riscos e benefícios devem integrar as demonstrações contábeis de que trata esta Resolução.

Art. 5º As participações societárias das instituições referidas no art. 1º em que haja controle compartilhado devem ser consolidadas proporcionalmente à participação detida pela instituição.

Art. 6º As demonstrações contábeis consolidadas de que trata esta Resolução e suas respectivas notas explicativas, relativas às datas-base 30 de junho e 31 de dezembro, devem ser objeto de exame e de relatório semestral, por auditor independente, observados os requisitos mínimos fixados pelo Banco Central do Brasil.

§ 1º O auditor independente deve assegurar que:

I - os valores apresentados representam adequadamente a posição econômica, financeira, patrimonial e dos fluxos de caixa do conglomerado prudencial; e

II - os procedimentos de consolidação constantes do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif) foram observados.

§ 2º O relatório do auditor independente mencionado no **caput** deve ser divulgado juntamente com as demonstrações contábeis consolidadas a que se refere.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Art. 7º Na elaboração das demonstrações contábeis de que trata esta Resolução, as instituições mencionadas no **caput** do art. 1º devem:

I - aplicar as definições e os critérios de avaliação e de reconhecimento de ativos, passivos, receitas e despesas previstos na regulamentação consubstanciada no Cosif; e

II - realizar os ajustes necessários para que a avaliação e o reconhecimento de ativos, passivos, receitas e despesas de entidades que não estejam sujeitas às normas do Cosif reflitam a regulamentação nele consubstanciada.

Art. 8º Com o objetivo de evitar distorções na representação qualitativa e quantitativa do patrimônio consolidado, o Banco Central do Brasil, tendo em vista a situação concreta do conglomerado prudencial, fica autorizado a determinar a inclusão ou exclusão de entidades na elaboração das demonstrações contábeis consolidadas de que trata esta Resolução.

Art. 9º O Banco Central do Brasil poderá, sem prejuízo das demais medidas cabíveis, determinar nova elaboração e remessa das demonstrações contábeis consolidadas de que trata esta Resolução, com as correções que se fizerem necessárias, para a adequada expressão da realidade econômica e financeira da entidade.

Art. 10. As instituições mencionadas no **caput** do art. 1º devem assegurar ao Banco Central do Brasil integral e irrestrito acesso a todas as informações, dados, mapas de consolidação, documentos, interpelações, questionamentos e verificações necessários à adequada avaliação das operações ativas e passivas e dos riscos assumidos pelas entidades consolidadas no conglomerado prudencial, independentemente de sua atividade operacional.

Art. 11. O disposto nesta Resolução relativo à elaboração, à divulgação e à remessa ao Banco Central do Brasil das demonstrações contábeis consolidadas do conglomerado prudencial não se aplica às administradoras de consórcio, que seguirão as normas de contabilidade editadas pelo Banco Central do Brasil, no exercício de sua competência legal.

Art. 12. O Banco Central do Brasil disciplinará os procedimentos adicionais a serem observados na elaboração, remessa e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas de que trata esta Resolução, podendo, inclusive, dispor sobre o prazo, a forma e as condições para a sua remessa e divulgação.

Art. 13. Esta Resolução entra em vigor em 1º de janeiro de 2014.

Art. 14. Fica revogada a Resolução nº 4.195, de 1º de março de 2013.

Alexandre Antonio Tombini
Presidente do Banco Central do Brasil

ESTRATÉGIAS DE BALANÇO DOS CINCO MAIORES BANCOS NO BRASIL NO PERÍODO RECENTE (I-2007/III-2014)

Giuliano Contento de Oliveira¹

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho tem o objetivo de investigar a administração estratégica de balanço dos cinco maiores bancos no Brasil entre março de 2007 e setembro de 2014. A análise realizada evidencia uma gestão de ativos e passivos diferenciada entre as instituições selecionadas durante o período analisado. Os dados e indicadores selecionados indicam resultados não exatamente intuitivos a respeito da estrutura patrimonial dos grandes bancos no Brasil no que tange especificamente à gestão estratégica de seus balanços.

Como se sabe, o sistema bancário brasileiro é bastante concentrado.² Por isso, optou-se pela análise dos cinco maiores bancos que atuavam no Brasil em setembro de 2014 do ponto de vista do ativo total. Eram eles: Banco do Brasil (BB), Itaú-Unibanco, Caixa Econômica Federal (CEF), Bradesco e Santander. Com exceção da CEF, cujos dados de balanço se referem à instituição independente (pelo fato de a instituição não formar conglomerado), os dados das demais instituições selecionadas se referem ao conglomerado financeiro (documento Cosif 4040). Essas cinco instituições detinham, em conjunto, um total de ativos correspondente a 80% do ativo total do Consolidado Bancário I,³ bem como a dois terços do total de ativos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) – que, além das instituições financeiras bancárias, inclui as instituições financeiras não bancárias. Em relação ao total das operações de crédito e arrendamento mercantil,

1. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). O autor agradece ao Ipea, em particular à Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac), pelo auxílio concedido no âmbito do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD). Endereço eletrônico: <giulianoliveira@gmail.com>.

2. Mas isso não constitui necessariamente a causa da prática de juros e *spreads* bancários elevados. Isso porque a concorrência bancária se processa mais frequentemente a partir da diferenciação de produtos e serviços. Vale lembrar ainda que sistemas bancários ainda mais concentrados que o brasileiro praticam juros e *spreads* mais baixos. Para uma discussão alternativa sobre concorrência bancária, ver Freitas (1997) e Cardim de Carvalho (2007).

3. O consolidado bancário I, segundo a definição do Banco Central do Brasil (BCB), 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 integrem 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.

os respectivos percentuais atingiam 83,8% e 70% no mesmo período. Trata-se, portanto, de um conjunto representativo de instituições do SFN, envolvendo uma instituição pública (CEF); um banco de economia mista, com o governo federal na condição de acionista majoritário (BB); e três bancos privados, sendo dois deles nacionais (Itaú-Unibanco e Bradesco) e um estrangeiro (Santander). As séries dos dados e indicadores selecionados e analisados neste trabalho têm início em março de 2007, contemplando os períodos imediatamente anterior e posterior à eclosão da crise global de 2008, e término em setembro de 2014.

Verificou-se que enquanto a ação anticíclica dos bancos públicos, no que se refere às operações de crédito e arrendamento mercantil, esteve conjugada com a recuperação do nível de atividades e com a taxa de juros básica em declínio e/ou mais baixa, os bancos privados acompanharam, entre 2010 e meados de 2012, mesmo que em menor ritmo, o movimento de expansão levado a cabo pelo BB e, principalmente, pela CEF. Contudo, a partir do momento em que essa conjugação foi desfeita, em razão da crescente expectativa de desaceleração da economia e do cenário prospectivo mais pessimista que passou a prevalecer entre os atores econômicos, as estratégias de balanço dos bancos privados se tornaram divergentes das dos bancos públicos. Além disso, esse processo ocorreu em um ambiente de crescente dificuldade de tanto o BB como (e principalmente) a CEF em atuar anticíclicamente.

Ademais, porém não menos importante, a despeito da ausência de dados referentes aos prazos das operações ativas e passivas nas bases de dados utilizadas, não há qualquer evidência de que a expansão da exposição às operações crédito dos grandes bancos no Brasil, verificada entre o segundo semestre de 2009 e o último trimestre de 2011, tal como a ocorrida entre meados de 2003 e o terceiro trimestre de 2008, tenha modificado a estrutura altamente segmentada do mercado de crédito na economia brasileira, com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) realizando as operações mais longas, de um lado, e os bancos privados as operações mais curtas, de outro.

As evidências apresentadas permitem sustentar, pois, que a despeito do importante e necessário papel anticíclico adotado pelos bancos públicos depois da eclosão da crise global em 2008, os três grandes bancos privados analisados não acompanharam, nem na mesma intensidade e nem de forma sustentada, esse movimento. Vale observar que os bancos privados no Brasil sempre se mostraram hábeis para fazer frente às oportunidades percebidas de lucro, assumindo um comportamento essencial e tipicamente pró-cíclico (Oliveira, 2009a; Cintra, 2006). Dessa forma, não fosse o papel anticíclico desempenhado pelo BB e pela CEF, assim como pelo BNDES – não tratado neste trabalho –, certamente os impactos da crise global eclodida em 2008 sobre a economia brasileira teriam sido mais profundos e negativos do que os verificados.

Para alcançar o objetivo indicado, o trabalho foi dividido em duas seções, além desta introdução e da conclusão. Inicialmente, analisa-se a estratégia de aplicação de recursos dos cinco maiores bancos brasileiros a partir de uma perspectiva comparada, de sorte a capturar o comportamento dessas instituições no que diz respeito à gestão de seus ativos. Na segunda seção, por sua vez, realiza-se esforço similar, mas agora com a atenção à gestão dos passivos dessas instituições. Os gráficos dos dados e indicadores selecionados por instituição que não estão apresentados nas seções deste trabalho estão disponíveis nos anexos.

2 ESTRATÉGIAS DE APLICAÇÃO DOS GRANDES BANCOS

A eclosão da crise global em setembro de 2008, com a falência do banco de investimento Lehman Brothers nos Estados Unidos, desencadeou diversos efeitos negativos sobre as “economias em desenvolvimento”, como desaceleração ou retração do PIB, desvalorização cambial (no momento imediatamente posterior à quebra do referido banco de investimento), redução dos preços das *commodities*, diminuição ou inversão do ingresso líquido de capital externo, redução das exportações etc. A depender do país em questão, cada um desses efeitos se fez sentir de forma mais ou menos pronunciada. Os países que detinham reservas internacionais mais elevadas e tiveram a capacidade de realizar políticas anticíclicas conseguiram enfrentar mais adequadamente o conjunto desses efeitos negativos (Prates, Bichara e Cunha, 2009; Cintra e Prates, 2011).

No caso do Brasil, particularmente no que diz respeito ao mercado de crédito, a eclosão da crise global no segundo semestre de 2008 suscitou um movimento de forte aversão ao risco e aumento substancial do grau de preferência pela liquidez dos bancos privados, os quais assumiram um comportamento tipicamente pró-cíclico – potencializado, no caso brasileiro, pela institucionalidade da indexação financeira e pelos prazos curtos das operações de crédito (Freitas, 2009, p. 126; Oliveira, 2009a, p. 299). Essa reversão, vale salientar, ocorreu depois de uma fase de forte expansão do crédito bancário no Brasil, iniciada em meados de 2003 – ciclo comandado pelos bancos privados, no contexto do ritmo de crescimento econômico mais vigoroso que ocorreu entre 2004 e 2008; da introdução e dinamização do crédito consignado com desconto em folha de pagamento (inovação financeira); e de dilatação dos prazos e queda dos *spreads* bancários (a despeito de continuarem sendo um dos mais altos do mundo).

A crise, então, evidenciou mais uma vez os bancos privados como desestabilizadores endógenos, em razão do comportamento tipicamente pró-cíclico adotado por essas instituições ao longo das fases de expansão e retração dos negócios. Com o aumento do grau de preferência pela liquidez suscitado pela turbulência nos mercados financeiros internacionais e pela existência de um estoque importante de operações

de crédito acoplado a derivativos de dólar,⁴ essas instituições “empoçaram liquidez” e contraíram o crédito, problematizando as condições de financiamento e refinanciamento do sistema, especialmente (embora não apenas) para as pequenas e médias empresas e bancos (Freitas, 2009).

Nesse sentido, tanto as medidas diversas implementadas pelo Banco Central (BCB) para estimular o aumento da liquidez e das operações de crédito no sistema financeiro, depois da desacertada elevação da taxa de juros em setembro de 2008 (dias antes da quebra do Lehman), como a atuação dos bancos públicos foram imprescindíveis para evitar que os efeitos da crise global desencadeassem efeitos ainda mais deletérios sobre a economia brasileira (Freitas, 2009; Mendonça e Deos, 2012; Carvalho, Oliveira e Tepassê, 2012; Oliveira, 2009b). Não obstante, o surgimento da crise interrompeu um expressivo ciclo de expansão do crédito (isto é, do endividamento), comandado pelos bancos privados, e do nível de atividades.

No caso das operações de crédito dos grandes bancos privados, a retração não aconteceu imediatamente, já no último trimestre de 2008, seja por conta do redirecionamento da demanda por empréstimos pelas grandes empresas para o mercado interno, diante do congelamento do mercado de crédito global, seja em razão das obrigações contratuais incitadas pelas perdas das empresas com derivativos de câmbio, cujas cláusulas exigiam dos bancos a continuidade da concessão de empréstimos em tais casos (Freitas, 2009, p. 133).

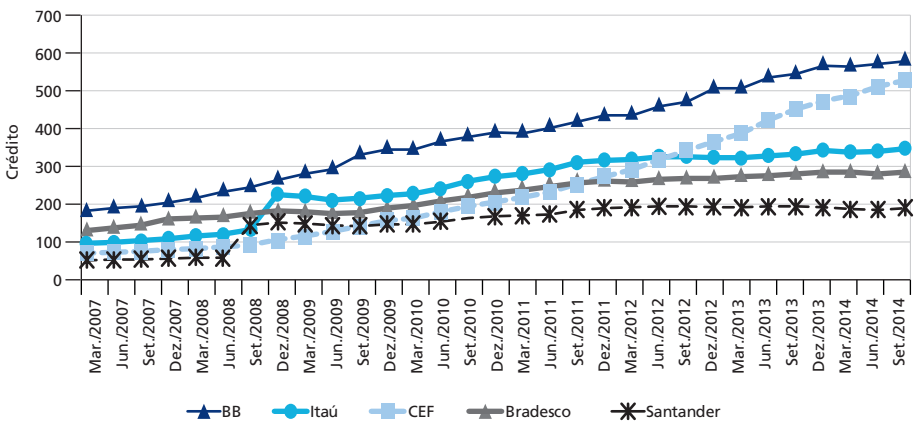
De fato, em geral, a retração das operações de crédito dos grandes bancos privados aconteceu ao longo do primeiro semestre de 2009. Isso pode ser verificado a partir do gráfico 1, que apresenta o total das operações de crédito e arrendamento mercantil dos cinco maiores bancos brasileiros em valores constantes de 2013 – lembrando que o expressivo aumento dessas operações entre junho e setembro de 2008, no caso do Santander, e entre setembro e dezembro de 2008, no caso do Itaú-Unibanco, decorreu dos processos de aquisição e fusão respectivamente (aquisição do ANB Amro pelo Santander, ocorrida em novembro de 2007; e fusão dos bancos Itaú e Unibanco, ocorrida em novembro de 2008, cujos reflexos sobre as demonstrações contábeis ocorreram nos intervalos indicados).

Verifica-se, no caso dos três maiores bancos privados no Brasil, uma retração dessas operações tanto no primeiro como no segundo trimestre de 2009 relativamente ao último trimestre de 2008. Na comparação com os respectivos trimestres imediatamente anteriores, no primeiro e no segundo trimestre de 2009 as operações de crédito e arrendamento mercantil do Itaú-Unibanco recuaram 1,3% e 5,3%; do Bradesco, 1,7% e 2,4%; do Santander, 1,9% e 3,4%. Na contramão desse movimento de queda das operações de crédito e arrendamento mercantil dos três maiores

4. Sobre o impacto dessas operações sobre as empresas e a economia brasileira, ver Farhi e Borghi (2009). Sobre os seus efeitos sobre o SFN, ver Mesquita e Torós (2010).

bancos privados no Brasil, considerando os mesmos períodos, os empréstimos do BB aumentaram 6,7% no primeiro trimestre de 2009 em relação ao primeiro trimestre de 2008 e 3,8% no segundo trimestre de 2009 ante o primeiro trimestre deste mesmo ano. No caso da CEF, os aumentos respectivos foram de 10,1% e 9,8%, depois de tais operações terem aumentado 14,5% no último trimestre de 2008, revelando uma estratégia clara e intensamente anticíclica realizada por parte dessa instituição logo depois da eclosão da crise global.

GRÁFICO 1
Crédito e arrendamento mercantil (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

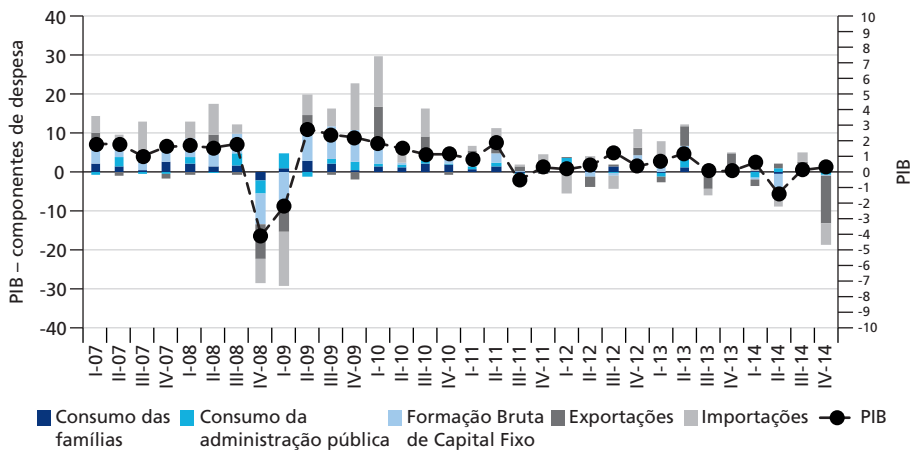
A partir do final de 2009, sob efeito do papel anticíclico desempenhado pelos bancos públicos (incluindo o BNDES, não abordado neste trabalho),⁵ das medidas diversas implementadas pelo Banco Central para destravar e estimular o mercado de crédito e desempoiçar a liquidez no mercado interbancário no período imediatamente posterior à crise, da melhora do estado geral de expectativas e, principalmente, do início do processo de recuperação do PIB (gráfico 2),⁶ Itaú-Unibanco e Bradesco passaram a retomar a expansão das operações de crédito. No caso do Santander, esse processo aconteceu apenas a partir de meados de 2010, considerando-se os valores em termos reais.

5. Sobre o papel anticíclico desempenhado pelo BNDES no mercado de crédito, especialmente depois da eclosão da crise global, em meados de setembro de 2008, ver Puga e Borça Junior (2011) por exemplo. Sobre o papel do BNDES na economia brasileira, ver Torres Filho e Costa (2013).

6. Na comparação de trimestre contra trimestre imediatamente anterior, o PIB brasileiro cresceu 5,2% e 9,6% no quarto trimestre de 2009 e no primeiro trimestre de 2010, respectivamente, depois de três variações negativas, em um claro processo de recuperação da economia.

GRÁFICO 2

PIB no Brasil, variação real trimestral (I-07-IV-14)



De qualquer modo, ainda que em ritmo menos acelerado, pode-se afirmar que os três maiores bancos privados no Brasil acompanharam, entre o quarto trimestre de 2009 e o último trimestre de 2011, a estratégia anticíclica adotada pelos bancos públicos no que diz respeito às operações de crédito, com destaque à CEF. Entre dezembro de 2009 e dezembro de 2011, o crescimento médio trimestral das operações de crédito e arrendamento mercantil do Itaú-Unibanco foi de 4,5%; do Bradesco, de 4,4%; e do Santander, de 3,4%, ante 3,1% do BB e 7,7% da CEF. Apenas para se ter uma dimensão mais exata do papel anticíclico cumprido por esses dois bancos públicos, entre a eclosão da crise, em setembro de 2008, e o último trimestre de 2011, as operações de crédito e arrendamento mercantil do BB aumentaram de R\$ 242,2 bilhões para R\$ 434,2 bilhões, enquanto as da CEF subiram de R\$ 89,9 bilhões para R\$ 272,6 bilhões, considerando-se preços constantes de 2013. As operações dos bancos privados também cresceram, mas de forma menos acelerada, especialmente em relação à CEF. Além disso, no terceiro trimestre de 2009, enquanto a variação real das operações de crédito e arrendamento mercantil do BB e da CEF aumentou 13,4% e 12,1%, a do Itaú-Unibanco aumentou 2,6%; a do Bradesco, 2,1%; e a do Santander, -1%.

O gráfico 3, que apresenta a variação percentual real trimestral das operações de crédito e arrendamento mercantil para cada um dos cinco bancos analisados, explicita de forma mais contundente esse movimento. No caso dos bancos Santander e Itaú-Unibanco, a ausência dos percentuais em setembro e dezembro de

2008, respectivamente, decorreu da elevação excepcional dessas operações em razão dos processos de aquisição e fusão realizados por essas instituições, condição que enviesaria a análise dos dados. Verifica-se que no segundo semestre de 2007, isto é, no período anterior à eclosão da crise global, os maiores percentuais de elevação das operações de crédito ocorreram nos bancos Bradesco e Itaú-Unibanco. Isso porque, conforme já salientado, o movimento de expansão do crédito ocorrido entre meados de 2003 e de 2008 foi comandado pelos bancos privados.

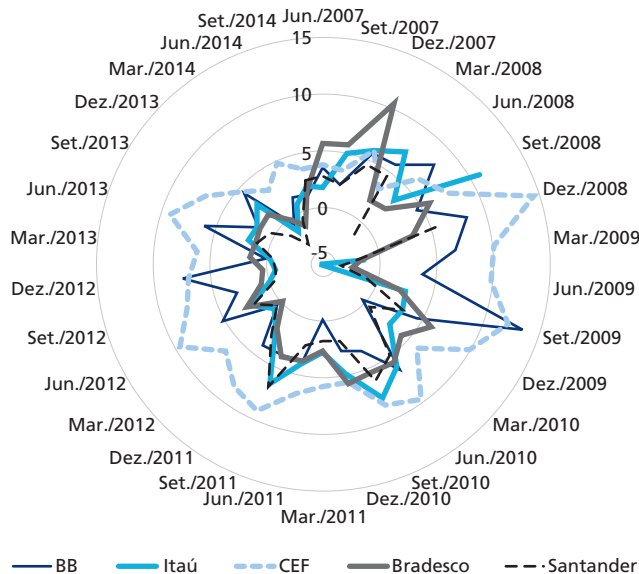
Especialmente entre meados de 2008 e o segundo trimestre de 2009, processou-se uma mudança substancial da gestão estratégica de balanço dessas instituições. O Banco do Brasil e, principalmente, a CEF expandiram o crédito de forma bastante arrojada, de um lado, enquanto os três bancos privados assumiram um comportamento tipicamente pró-cíclico, contraindo essas operações ao longo do primeiro semestre de 2009, conforme já observado.

O gráfico 3 ajuda a compreender as mudanças na estrutura patrimonial dessas instituições registradas nos parágrafos anteriores. De fato, a partir de 2012, o acompanhamento dos três grandes bancos privados analisados em relação aos bancos públicos perde fôlego no que diz respeito às operações de crédito. Entre março de 2012 e setembro de 2014, a taxa média real trimestral de expansão dessas operações desacelerou tanto no caso do BB como da CEF, comparativamente ao interregno setembro de 2009 e dezembro de 2011, de 4,2% para 2,7% e de 8,2% para 6,2% respectivamente. Contudo, nos casos do Bradesco e do Itaú-Unibanco, essa desaceleração foi bem mais expressiva, para 0,8% e 0,9% respectivamente, ante 4,1% e 4,3% (período set./2009-dez./2011). No caso do banco Santander, a variação real média trimestral dessas operações no período mar./2012-set./2014 foi nula, ante 2,9% no período anterior.

Vale notar que, considerando a variação média real percentual trimestral entre março de 2012 e setembro de 2014, essa expressiva desaceleração do crédito levada a cabo pelos três maiores bancos privados no Brasil ocorreu em um contexto de intensificação da deterioração do ambiente externo, motivada principalmente pela agudização da crise europeia. Esse cenário de maior incerteza desempenhou um papel altamente negativo sobre a economia brasileira. Nem mesmo a relevante redução da taxa básica de juros no Brasil – que apenas entre agosto de 2011 e outubro de 2012 passou de 12,5% para 7,25% ao ano, tendo permanecido neste patamar até meados de abril de 2013 – foi suficiente para evitar o processo de piora do ambiente macroeconômico doméstico, ainda que decerto tenha contribuído para evitar uma deterioração ainda maior das condições econômicas domésticas.

GRÁFICO 3

Top 5 – Crédito e arrendamento mercantil, variação real trimestral (jun./2007-set./2014)



De fato, essa forte distensão da política monetária no Brasil, ocorrida no período mencionado, buscou exatamente atenuar os efeitos negativos desencadeados pelo aprofundamento da deterioração do estado geral de expectativas dos atores econômicos em um ambiente de taxas de juros reais negativas em muitos países desenvolvidos e retração ou forte desaceleração do nível de atividades em diversas economias do mundo, incluindo a China – principal parceiro comercial da economia brasileira nos últimos anos –, além de intensificação da concorrência intercapitalista global no que tange à busca por mercados externos.

Esse contexto internacional turbulento, associado ao movimento de alta da taxa básica de juros no Brasil a partir de meados de abril de 2013, motivado pelas pressões inflacionárias no âmbito doméstico e, suplementarmente (ainda que não declaradamente pelas autoridades econômicas), orientado para conter a depreciação cambial⁷ (que poderia tornar o cumprimento da meta para a inflação ainda mais difícil tanto para o ano de 2013 como para o de 2014), impactou de maneira bastante desfavorável o PIB e o crédito no Brasil (gráfico 2). Verificou-se

7. Entre abril de 2013 e janeiro de 2014, a cotação nominal do dólar (comercial, venda, fim de período) passou de R\$ 2 para R\$ 2,43. Em 2013, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 5,91%, acima do centro da meta estabelecida para o ano, de 4,5%, embora abaixo do teto, de 6,5%. Em 2014, por sua vez, o IPCA alcançou 6,41%, patamar bastante próximo do teto da meta para o ano, também de 6,5%. O PIB, por seu turno, cresceu somente 0,16% em 2014.

um claro processo de desaceleração da economia brasileira a partir de 2010. O movimento de desaquecimento da demanda, especialmente do investimento e também do consumo das famílias, fez com que, a partir do terceiro trimestre de 2011, a variação real trimestral do PIB não superasse 1%, com exceção do terceiro trimestre de 2012 e do segundo trimestre de 2013. No terceiro trimestre de 2013, bem como no primeiro e no segundo trimestre de 2014, o PIB registrou variação real trimestral negativa.

Constituiu-se, pois, um contexto altamente desfavorável para a ampliação das operações de crédito pelos bancos no Brasil: cenário externo incerto e desfavorável, desaceleração da demanda por crédito e expectativas pessimistas em relação ao PIB em um ambiente marcado por pressão inflacionária, considerando-se o arcabouço institucional do regime de metas para a inflação. Acrescenta-se ainda uma deterioração progressiva do saldo comercial da economia brasileira, com aumento das importações em ritmo muito superior ao das exportações. Esses fatores, em conjunto, concorreram para modificar a gestão estratégica de balanço dos bancos privados relativamente aos bancos públicos. As instituições privadas, assim, passaram a assumir uma postura mais conservadora no que tange às operações de crédito. Isso, vale registrar, em um contexto em que o BB e principalmente a CEF passaram a não mais dispor de ampla capacidade de atuação anticíclica comparativamente ao período imediatamente posterior à eclosão da crise global em 2008 – especialmente no caso da CEF, em um contexto de ajuste fiscal⁸ e elevada participação do crédito no total do ativo. O gráfico 4 elucidada esse ponto.

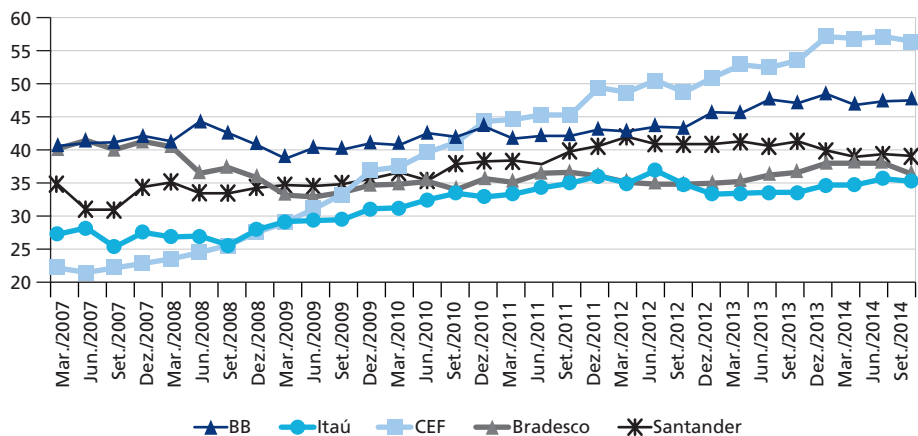
Apenas entre março de 2007 e dezembro de 2013, a CEF aumentou a participação das operações de crédito e arrendamento mercantil em relação ao seu ativo total de 21,7% para 56,6%. Esse processo foi viabilizado tanto por uma baixa participação dessas operações no período anterior à eclosão da crise em 2008 – cuja contrapartida consistia em uma elevada participação das operações com Títulos e Valores Mobiliários (TVM) em seu ativo total – como pelas diversas operações de capitalização realizadas pelo Tesouro Nacional depois de 2008 (em verdade, em geral, de “empréstimos extraordinários”). Trata-se de uma participação relativa bastante superior à observada nos grandes bancos privados. Em dezembro de 2013, por exemplo, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander contavam com 34,1%, 37,4% e 39,4% de seus respectivos ativos nessas operações.⁹ O Banco do Brasil, por sua vez, aumentou essa relação de 40,1% para 47,7% entre março de 2007 e dezembro de 2013.

8. Que concorre para dificultar as operações de capitalização via Tesouro Nacional.

9. Considerando os dez maiores bancos no Brasil pelo critério do ativo total, apenas o banco Votorantim tinha, em junho de 2014, uma relação crédito/ativo total diferenciada em relação aos demais bancos privados, de 52,5%.

GRÁFICO 4

Top 5 – Operações de crédito e arrendamento mercantil/ativo total (mar./2007-set./2014)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

A partir de 2014, contudo, verificou-se um claro processo de estabilização – desaceleração da relação crédito/ativo dos cinco maiores bancos no Brasil. Em setembro de 2014, a participação das operações de crédito e arrendamento mercantil no ativo total do BB era de 47%; do Itaú-Unibanco, 34,8%; da CEF, 55,8%; do Bradesco, 35,9%; e do Santander, 38,5%. Já tendo expandido muito as operações de crédito, com elevada participação relativa dessas operações no ativo total, tanto BB como CEF deixaram de dispor da mesma capacidade para expandir os empréstimos de forma anticíclica comparativamente àquela que essas duas instituições dispunham em 2008. Pode-se conjecturar, com efeito, que o sistema bancário brasileiro diminuiu o seu grau de “anticiclicidade” comparativamente ao período imediatamente anterior à eclosão da crise global em 2008, em um contexto de desaceleração do PIB e necessidade de retomada da economia.

Conforme se pode observar no gráfico 4, a referida desaceleração da razão crédito/ativo total levada a cabo pelos três grandes bancos privados a partir de 2012 implicou uma diminuição ou estagnação da exposição do ativo dessas instituições em operações de crédito. No caso do Bradesco, entre o primeiro trimestre de 2012 e o primeiro trimestre de 2013, essa relação permaneceu em torno de 34,5%, depois de ter atingido 36% em setembro de 2011. No Itaú-Unibanco, a referida proporção recuou de 35,5% para 32,9% entre o último trimestre de 2011 e o primeiro trimestre de 2013. Já no caso do banco Santander, por seu turno, essa relação, depois de ter atingido 41,4% no primeiro trimestre de 2012, passou

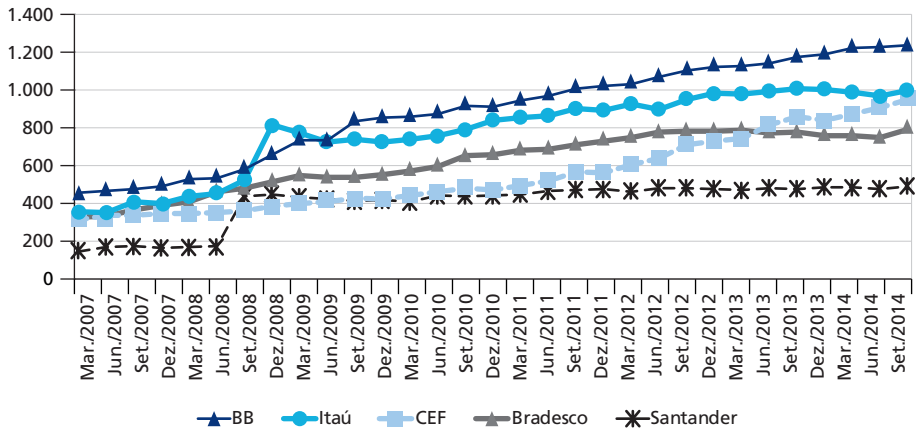
a flutuar em torno de 40,5% nos seis trimestres subsequentes, sofrendo declínio no último trimestre de 2013 e no primeiro trimestre de 2014 para 38,4%. Entre o último trimestre de 2013 e o terceiro trimestre de 2014, todos os cinco maiores bancos no Brasil “andaram de lado” no que diz respeito à exposição do ativo em operações de crédito.

Esse forte crescimento do crédito realizado pelos bancos públicos ocorreu em um contexto de relevante aumento do ativo total dessas instituições (gráfico 5). Entre o último trimestre de 2008 e o último de 2013, o ativo total do BB, em preços constantes de 2013, aumentou de R\$ 652 bilhões para R\$ 1,2 trilhão, alta real de 82,1%; e o da CEF saltou de R\$ 380,3 bilhões para R\$ 836,5 bilhões, variação real de 120%. Já no caso dos três maiores bancos privados do Brasil, o crescimento real do ativo total ocorreu de forma bem menos acelerada no período indicado. No caso do Itaú-Unibanco, passou de R\$ 811,4 bilhões para R\$ 1 trilhão, aumento real de 23,4%; o do Bradesco pulou de R\$ 510,7 bilhões para R\$ 756,9 bilhões, alta real de 48,2%; e o do Santander saltou de R\$ 443 bilhões para 482,8 bilhões, elevação real de 9%. Portanto, do ponto de vista do crescimento do ativo total, a gestão estratégica de balanço realizada pelos bancos públicos no Brasil foi mais exitosa, implicando ganho de participação de mercado no setor. Em setembro de 2014, a participação de mercado do BB era de 22,1%, ante 17,6% em dezembro de 2008. Em relação à CEF, essa participação subiu de 10,3% para 17% apenas entre dezembro de 2008 e setembro de 2014. Entre os três grandes bancos privados selecionados, apenas o Bradesco aumentou, ainda que marginalmente, a participação de mercado no período, passando de 13,8% para 14,1%, mas após ter deixado a condição de maior banco privado do Brasil, depois da fusão ocorrida entre os bancos Itaú e Unibanco, já mencionada. A do Santander diminuiu de 12% para 8,7%, enquanto a do Itaú-Unibanco caiu de 21,9% para 17,8%.

O gráfico 5 revela ainda que o impacto negativo da eclosão da crise global em 2008 sobre o ativo total dos três maiores bancos privados foi muito maior que no caso dos bancos públicos. Em relação ao banco Santander, por exemplo, apenas no primeiro trimestre de 2011, o ativo total voltou ao patamar atingido no último trimestre de 2008, em torno de R\$ 440 bilhões (preços constantes de 2013). No caso do Itaú-Unibanco, o ativo total caiu de R\$ 811,4 bilhões para R\$ 722,5 bilhões apenas entre o último trimestre de 2008 e o segundo de 2009, voltando a atingir patamar similar ao de 2008 somente no último trimestre de 2010. No Bradesco, o impacto sobre o ativo total foi mais moderado. Na contramão desse processo, tanto no BB como na CEF, o ativo total cresceu de forma praticamente ininterrupta, em termos reais, depois de 2008.

GRÁFICO 5

Top 5 – Ativo total dos grandes bancos no Brasil (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).
Elaboração do autor.

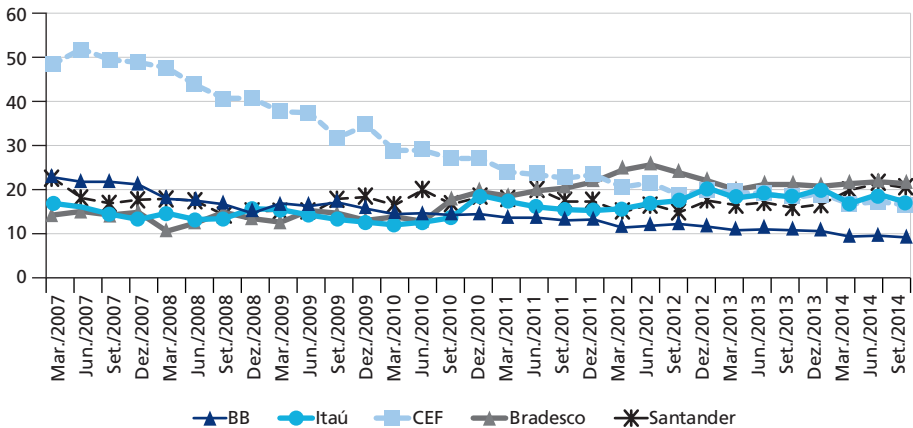
Conforme esperado, essa forte expansão das operações de crédito dos bancos públicos analisados teve como contrapartida a expressiva redução das operações com TVM, especialmente no caso da CEF (gráfico 6). A existência de uma expressiva carteira de títulos e valores mobiliários foi fundamental para que esta instituição tivesse a capacidade de ampliar as operações de crédito no ritmo verificado a partir de 2007. As operações de TVM e instrumentos financeiros derivativos, no caso dessa instituição, diminuíram de aproximadamente 50% para cerca de 16% entre o início e o final da série temporal contemplada neste trabalho. No caso do BB, essa redução também ocorreu, mas foi bem menor, tendo passado de pouco mais de 20% para pouco menos de 10% no mesmo interregno. De fato, a CEF tinha uma posição em TVM bastante atípica, mesmo em relação aos bancos privados. Operou-se, com efeito, um processo de convergência no âmbito dessas operações, mas cuja contrapartida sob o ponto de vista da relação crédito/ativo total, como discutido, foi o atingimento de um patamar bem mais elevado que os três maiores bancos privados no Brasil.

Os grandes bancos privados, por sua vez, já tinham reduzido de forma relevante a exposição em operações de TVM ao longo da fase de expansão do crédito ocorrida entre o segundo semestre de 2003 e meados do segundo semestre de 2008. Foi bastante frequente, no Brasil, o fato de grandes bancos privados possuírem carteiras de TVM superiores a 25% ou 30% do ativo total antes de 2003 (Oliveira, 2009a). Depois da referida fase de expansão do crédito, comandada pelos bancos privados, a posição em TVM por parte dos três maiores bancos privados no Brasil girava em torno de 13% a 15% do ativo total no último trimestre de 2008.

No caso do Bradesco, essa relação chegou a atingir 10,3% no primeiro trimestre de 2008 – fato significativo para um banco cuja relação TVM/ativo total chegou a atingir quase 30% no final dos anos 1990 (Oliveira, 2009a, p. 456). No contexto de maior incerteza suscitado pela eclosão da crise global em setembro de 2008, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander ampliaram a participação dessas operações no ativo total, em sintonia com a aceleração do crédito, em ritmo menos acelerado *vis-à-vis* os bancos públicos, mesmo durante o interregno entre o segundo semestre de 2009 e o segundo semestre de 2011, quando os bancos privados analisados elevaram as suas exposições em crédito. O Bradesco, por exemplo, chegou a destinar pouco mais de 25% de seu ativo total a essas operações no segundo trimestre de 2012. Itaú-Unibanco e Santander também seguiram essa mesma estratégia (anexo B).

GRÁFICO 6

Top 5 – TVM e instrumentos financeiros derivativos/ativo total (mar./2007-set./2014)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

No caso dos bancos privados, trata-se de uma estratégia de balanço que se tornou bastante típica no Brasil. Em um contexto de patamar elevado de taxa de juros, *spreads* bancários elevados e institucionalidade da indexação financeira, essas instituições são capazes de implementar estratégias de gestão de ativos e passivos geradoras de resultados positivos em diferentes conjunturas.¹⁰ Nas fases de dinamização do ciclo de negócios, aumentam a exposição em operações de crédito e retraem as operações com TVM relativamente ao ativo total. Nas fases de retração do ciclo de negócios, por sua vez, a geralmente elevada taxa básica de

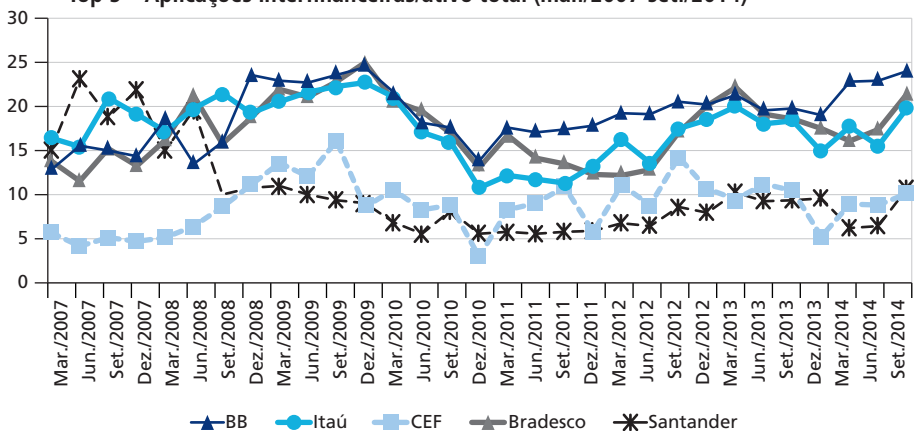
10. Contribui para isso, ainda, o fato de instituições como Bradesco e Itaú-Unibanco formarem grandes conglomerados econômicos, condição que permite a geração dinâmica de resultados mesmo em contextos menos funcionais à rentabilização das operações no âmbito de seus respectivos conglomerados financeiros. Diversos bancos no Brasil formam não apenas grandes conglomerados financeiros, mas também complexos conglomerados econômicos, com atuações ativas nos segmentos de seguros, previdência e capitalização, bem como em outras atividades não financeiras.

juros em um ambiente de institucionalidade da indexação financeira faz com que essas instituições aumentem a exposição em TVM e diminuam as operações de crédito, possibilidade decorrente do curto prazo destas operações. Para evitar que essa atuação pró-cíclica dos bancos privados potencializasse os efeitos adversos dessa estratégia de gestão de balanço sobre a atividade econômica, a renda e o emprego, os bancos públicos foram induzidos a atuar anticíclicamente. Contudo, a ausência de um sistema dinâmico e eficiente de captação de recursos de médio e longo prazo impõe limites à atuação anticíclica dos bancos públicos, tornando-os bastante dependentes das operações de capitalização via Tesouro Nacional.

Durante os períodos de maior incerteza – a saber, entre o último trimestre de 2008 e o último de 2009, bem como a partir de meados de 2012 –, Itaú-Unibanco e Bradesco também aumentaram a exposição de seus ativos em aplicações interfinanceiras, formadas predominantemente pelas operações compromissadas, mas também pelas aplicações em depósitos interfinanceiros e pelas aplicações em moedas estrangeiras (gráfico 7). Como se sabe, 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. O Santander, por sua vez, seguiu apenas timidamente e por menor tempo esse movimento, mesmo considerando os dados de balanço posteriores à incorporação do ABN em suas demonstrações financeiras. No caso dos bancos públicos, chama bastante atenção o expressivo aumento das aplicações interfinanceiras em relação ao ativo total tanto do BB como da CEF, mesmo no terceiro trimestre de 2008, quando da eclosão da crise internacional.

GRÁFICO 7

Top 5 – Aplicações interfinanceiras/ativo total (mar./2007-set./2014)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

Banco do Brasil e Caixa cumpriram papel altamente relevante no que diz respeito ao provimento de liquidez no mercado interbancário, especialmente a partir da segunda quinzena de setembro de 2008, quando os grandes bancos privados passaram a reduzir a exposição em aplicações em depósitos interfinanceiros, seja em termos absolutos (como no caso do Bradesco), seja em termos relativos ao total das aplicações interfinanceiras (como no caso do Itaú-Unibanco), considerando-se os dados de balanço dessas instituições entre o segundo e o terceiro trimestre de 2008.¹¹ Entre junho e dezembro de 2008, ou seja, entre o trimestre imediatamente anterior e posterior à eclosão da crise internacional, a participação das aplicações em depósitos interfinanceiros no total das aplicações interfinanceiras passou de 10,2% para 18,5% no caso do BB e de 0% para 7,4% no caso da CEF.

Nesse interregno, os três grandes bancos privados selecionados também aumentaram a exposição em depósitos interfinanceiros, sob o acicate da Circular nº 3.417, de 30/10/2008,¹² que impôs que 70% do recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo passasse a ser realizado em espécie em vez de títulos públicos, sendo remunerados apenas os recursos destinados à compra de carteiras de crédito ou de Certificados de Depósitos Interbancários de instituições com patrimônio de até R\$ 7 bilhões, com o objetivo de disponibilizar liquidez para as pequenas e as médias instituições – mais dependentes do mercado interbancário, portanto, mais atingidas a partir da eclosão da crise global de 2008.

Já no que diz respeito às relações interfinanceiras, cuja subconta mais relevante corresponde aos créditos vinculados (que inclui as reservas compulsórias que os bancos recolhem junto ao Banco Central), a expressiva redução de sua participação no ativo total dos grandes bancos entre o último trimestre de 2008 e o último trimestre de 2009, como pode ser verificado no gráfico 8, decorreu da flexibilização da política de recolhimento compulsório aplicada pelo BCB ao longo desse período (Cavalcanti e Vonbun, 2013). Tratou-se, por isso, de um movimento sincronizado entre todos os cinco bancos selecionados. Depois, a partir do primeiro trimestre de 2010, o Banco Central implementou medidas para conter o ritmo de aceleração do crédito e passou a elevar os recolhimentos compulsórios dos bancos, o que explica a elevação subsequente. Finalmente, com o novo processo de

11. Nesse caso, o banco Santander foi uma exceção, pois aumentou as aplicações em depósitos interfinanceiros tanto em termos relativos como absolutos entre o segundo trimestre e o terceiro trimestre de 2008.

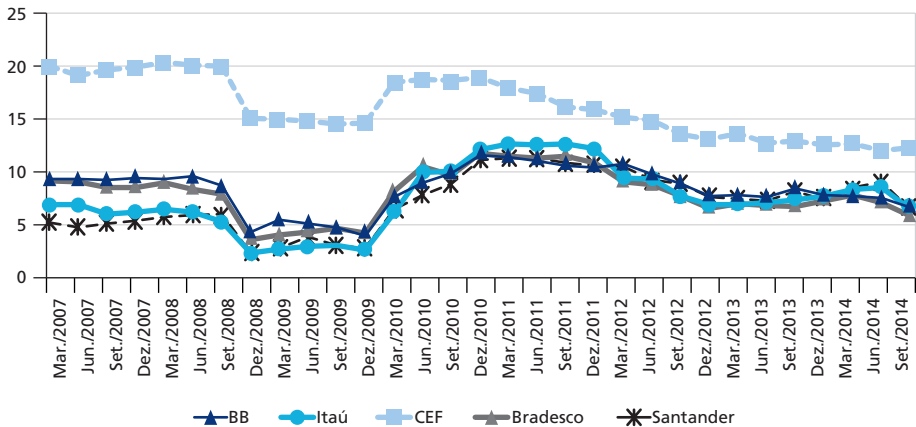
12. As regras dessa circular entraram em vigor a partir de 15/11/2009. De acordo com Freitas (2009), contudo, ao impor que 70% do valor do recolhimento sobre os depósitos a prazo passasse a ser feito em espécie, o Banco Central subestimou seus impactos sobre as condições de refinanciamento da dívida pública. Não por outra razão, antes de completar duas semanas, essa medida foi revogada, e o referido percentual do valor do compulsório voltou a ser feito em títulos públicos. Vale destacar, ainda, que, para escapar das restrições impostas pelo Banco Central, muitos grandes bancos privados se valeram do expediente de comprar depósitos interfinanceiros de filiais de grandes bancos estrangeiros ou de bancos de montadoras com patrimônio de até R\$ 7 bilhões, neutralizando parcialmente a intenção do Banco Central de viabilizar o aporte de recursos nas pequenas e médias instituições financeiras nacionais, com dificuldade de acesso à liquidez, objetivo da autoridade monetária (Oliveira, 2009a, p. 13).

flexibilização da política de recolhimento compulsório, a partir de 2012, verificou-se uma redução da participação das relações interfinanceiras no ativo total dos cinco maiores bancos no Brasil.

Finalmente, ainda no que diz respeito às relações interfinanceiras, chama a atenção o patamar mais elevado dessas operações em relação ao ativo total, no caso da CEF, a despeito do processo de convergência observado no período mais recente. Esse patamar mais elevado no caso da CEF *vis-à-vis* os demais bancos decorre tanto do recolhimento compulsório incidente – especialmente sobre os depósitos de poupança –, decorrente do fato de a instituição ser aquela que mais capta recursos dessa modalidade dentre os grandes bancos no Brasil (créditos vinculados – depósitos no BCB), como dos créditos vinculados ao Sistema Financeiro da Habitação (SFH), que inclui os valores a ressarcir junto ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e principalmente “(...) valores residuais de contratos encerrados a serem ressarcidos pelo [Fundo de Compensação de Variações Salariais] FCVS que estão em processo de novação com aquele fundo”¹³ (CEF, 2013, p. 30).

GRÁFICO 8

Top 5 – Relações interfinanceiras/ativo total (mar./2007-set./2014)



Fonte: BCB. “50 maiores bancos”.
Elaboração do autor.

Os gráficos 9 e 10 apresentam outra conta representativa dos bancos, a saber, outros créditos,¹⁴ que contempla avais e fianças honrados, rendas a receber, negociação

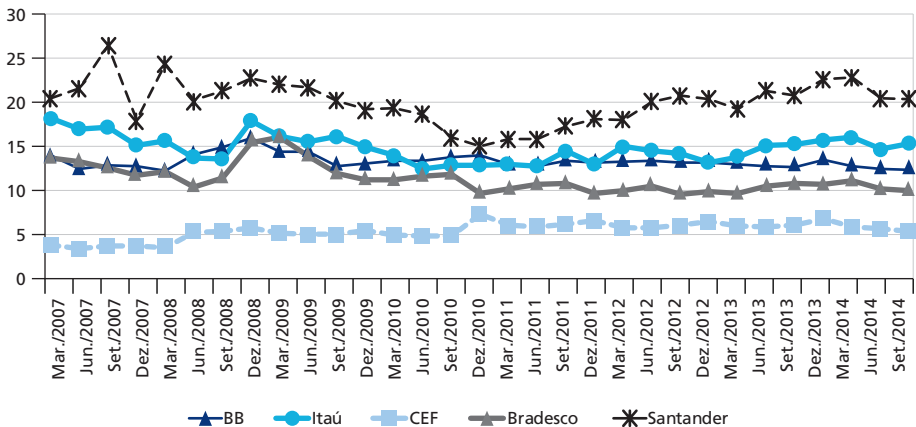
13. O Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) foi criado pela Resolução nº 25, de 16 de junho de 1967, do então conselho de administração do extinto Banco Nacional de Habitação (BNH). Para mais informações sobre o FCVS, ver: <<http://goo.gl/b1ZtDT>>.

14. A conta “outros créditos” (Cosif 18000009) contempla operações sem características de concessão de crédito, diferentemente da conta “operações de crédito” (16000001). Para a consultar cada uma das contas patrimoniais dos bancos, ver: Plano Contábil das Instituições Financeiras – Cosif (1987).

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. Já a conta diversos, por sua vez, é formada por rubricas como cheques a receber, adiantamentos ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC), créditos decorrentes de contratos de exportação, créditos tributários de impostos e contribuições, entre outras.

Pode-se verificar um movimento de elevação da participação dessas operações (outros créditos) no período imediatamente posterior ao terceiro trimestre de 2008, condicionado, sobretudo, pelo aumento da carteira de câmbio dessas instituições diante da expectativa de depreciação cambial incitada pela eclosão da crise internacional. O gráfico 10, que mostra a conta outros créditos em bilhões de reais de 2013, evidencia um claro aumento dessa exposição dos bancos privados selecionados e do BB, ainda que essa série seja prejudicada pela incorporação dos processos de aquisição e fusão realizadas pelos bancos Santander e Itaú-Unibanco às suas demonstrações contábeis respectivamente. A CEF assumiu uma exposição muito mais tímida em relação às operações de câmbio, por exemplo, comparativamente às demais instituições selecionadas. Enquanto a carteira de câmbio da CEF atingiu somente R\$ 16,1 milhões no último trimestre de 2008, a do BB atingiu R\$ 26,9 bilhões, ante R\$ 13,2 bilhões no segundo trimestre de 2008; a do Bradesco, R\$ 31,9 bilhões, ante R\$ 16,1 bilhões – todos os valores a preços constantes de 2013.

GRÁFICO 9
Top 5 – Outros créditos/ativo total (mar./2007-set./2014)



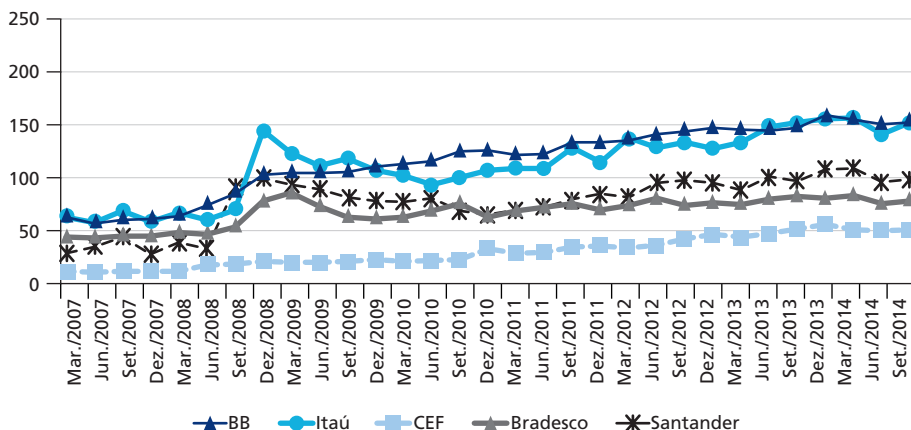
Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

Passado o primeiro momento mais crítico do quadro de incerteza ensejado pela crise iniciada em 2008, assim como a prevalência de um cenário um pouco mais consistente em relação à trajetória esperada da taxa de câmbio, já a partir de meados de 2009, passou-se a verificar uma diminuição da participação dos outros créditos no ativo total dos bancos selecionados, puxada pela redução da carteira de câmbio dessas instituições, estabilizando-se a partir de então em cada um dos bancos analisados, com exceção do Santander. Esta instituição persistiu mais que as demais analisadas na redução da exposição dos ativos em outros créditos até o final de 2010, momento a partir do qual iniciou um processo de aumento importante dessas operações no ativo total. Em setembro de 2014, a razão outros créditos/ativo total atingiu 20,4% no caso do Santander, depois de ter alcançado 22,9% em março do mesmo ano.

Dentre os cinco maiores bancos no Brasil, o Santander é a instituição com maior participação dessas operações no ativo total, como mostra o gráfico 9. Somente em setembro de 2014, a carteira de câmbio do Santander correspondia a 7,1% do seu ativo, contra 1,19% do BB, 0,16% da CEF, 3,9% do Itaú-Unibanco e 1,4% do Bradesco. De fato, por se tratar de um banco estrangeiro, a necessidade de geração de resultados em divisas impõe uma necessidade de posição em câmbio mais elevada no caso do Santander comparativamente às demais instituições. No último trimestre de 2008, por exemplo, enquanto a carteira de câmbio correspondia a 13,8% do ativo total do Santander, era equivalente a 8,2% no Itaú-Unibanco, 6,3% no Bradesco, 4,1% no BB e praticamente nulo no caso da CEF. Já a participação da carteira de câmbio no total dos outros créditos era de respectivamente: 60,5% (Santander), 45,8% (Itaú-Unibanco), 40,4% (Bradesco), 25,8% (BB) e 0,07% (CEF).

GRÁFICO 10

Top 5 – Outros créditos (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)

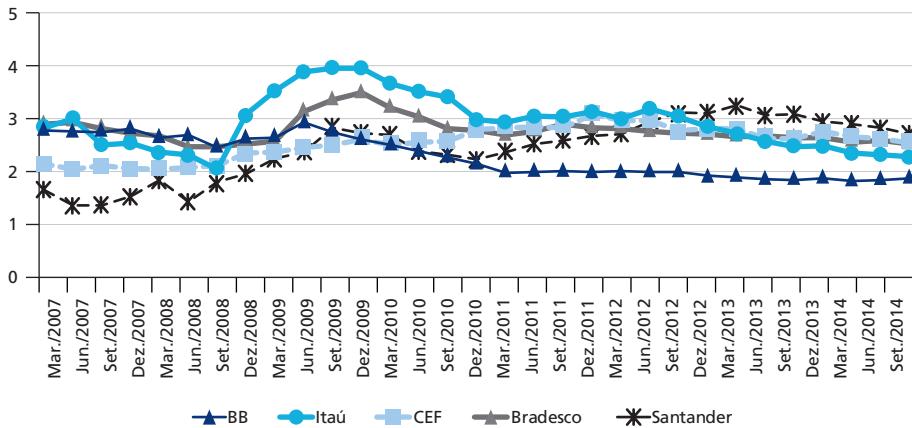


Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

Finalmente, ainda no que diz respeito à análise das principais contas do lado esquerdo dos cinco maiores bancos no Brasil, o gráfico 11 apresenta a provisão para crédito de liquidação duvidosa em relação ao ativo para cada uma dessas instituições. As provisões são realizadas a partir dos níveis de risco das operações de crédito, segundo a escala estabelecida pela Resolução nº 2.682 do BCB.¹⁵ Quanto pior a classificação de risco da operação de crédito, maior o provisionamento mínimo que os bancos são obrigados a realizar. Pode-se verificar o expressivo aumento do provisionamento entre o último trimestre de 2008 e o segundo e o terceiro trimestres de 2009, sob os efeitos adversos da crise global.

GRÁFICO 11

Top 5 – Provisão para crédito de liquidez duvidosa (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

Esse aumento do provisionamento decorreu, pois, da piora representativa dos níveis de classificação de risco das operações de crédito de cada uma dessas instituições, como mostrado pelas tabelas 1, 2, 3, 4 e 5, apresentadas ao final desta seção. No caso do BB, essa elevação foi bastante suave, comparativamente aos demais bancos selecionados, em razão da piora apenas modesta dos níveis de classificação de risco das operações de crédito dessa instituição. Entre o último trimestre de 2007 e o de 2009, como mostra a tabela 1, as operações do BB classificadas como AA – com provisão zero – sofreram uma redução bastante modesta, enquanto as classificadas como A subiram expressivamente de 19,5% para 29,3%, o que contrapesou a pequena redução da carteira de qualidade plena. Vale observar, ainda, que as regras de provisionamento estabelecidas de acordo com os níveis de classificação de risco da carteira de crédito de um banco estabelecem um provisionamento mínimo, de

15. Vale observar que o provisionamento para créditos de liquidação duvidosa é realizado a partir da combinação entre percepção de risco do cliente e dias de atraso no pagamento das prestações.

modo que a instituição pode julgar prudente realizar um provisionamento maior que aquele estabelecido pela autoridade monetária.

No caso do banco Itaú-Unibanco, por sua vez, no interregno indicado, ocorreu uma diminuição tanto das operações AA como das operações A, como mostra a tabela 2. As tranches de pior qualidade da carteira (a partir do nível D) aumentaram, em seu conjunto, de 8,9% para 11,8%. No Bradesco, ocorreu uma pequena diminuição das operações de níveis AA, A e B, com as operações de pior qualidade aumentando de 6,6% para 9,2% do total da carteira de crédito da instituição. No Santander, as operações classificadas como nível AA caíram abruptamente no período indicado de 57,1% para 30,7%. Essa redução, contudo, foi praticamente absorvida pelo aumento das operações B e, sobretudo, A. De qualquer modo, essa deterioração da carteira de crédito dos bancos privados implicou um aumento não desprezível do provisionamento realizado por essas instituições, como mostra o gráfico 11. A CEF caminhou na contramão desse processo, tendo mantido o percentual de operações AA entre o quarto trimestre de 2007 e o quarto trimestre de 2009 e elevado as operações A e B. Com efeito, a parcela da carteira de pior qualidade da instituição diminuiu de 13,5% para 9,1%. Vale salientar, contudo, que até 2014, quando a CEF realizou a reclassificação de sua carteira de crédito (depois de outras instituições privadas terem também realizado, a partir do segundo trimestre de 2013, como Itaú-Unibanco, Bradesco e BB), essa instituição detinha o menor patamar de crédito classificado como AA dentre os grandes bancos no Brasil.

Vale observar que os bancos possuem liberdade para reclassificar as suas operações de crédito não vencidas, ou seja, a carteira considerada de boa qualidade (níveis AA, A, B e C). A partir do segundo trimestre de 2013, conforme indicado, diversas instituições passaram a reclassificar as suas carteiras de crédito, uma vez que a análise das garantias permitia uma classificação superior de diversas operações. Essa foi a justificativa que bancos como Itaú-Unibanco, Bradesco e BB utilizaram para realizar a reclassificação (Torres, 2014). No caso do Itaú-Unibanco, por exemplo, depois do expressivo aumento das operações AA entre 2010 e 2012, de 16,6% para 34,6%, como mostra a tabela 2, em 2014 esse percentual subiu para 50,4%. No caso do BB, aumentou para 58,4% em setembro de 2014 (tabela 1). O Bradesco realizou reclassificações apenas nas escalas intermediárias (tabela 4). A carteira do Santander classificada como AA também subiu de forma relevante entre 2012 e 2014 (tabela 5).¹⁶ O caso mais emblemático desse processo de reclassificação foi o da CEF, cuja carteira classificada como AA aumentou de 9,2% para 41,1% entre 2012 e 2014 (tabela 2).

16. De acordo com Torres (2014), em matéria publicada no jornal *Valor* em agosto de 2014, até aquele momento, o banco Santander não havia realizado a reclassificação de sua carteira. A forte elevação da carteira classificada como AA na posição de setembro de 2014, contudo, sugere ter havido a reclassificação no caso dessa instituição também, depois da publicação da matéria.

De qualquer modo, o gráfico 11 revela que o comprometimento do ativo com provisionamento iniciou uma trajetória persistente de queda a partir de 2009/2010 nos casos dos bancos BB, Itaú-Unibanco e Bradesco. No caso da CEF, cujo aumento da relação provisionamento/ativo total foi bem menor que o registrado nos três bancos privados selecionados, a eclosão da crise em 2008 deu início a uma tendência, ainda que moderada, dessa razão, que passou de aproximadamente 2% no final de 2008 para 3% no final de 2011. Mas, a partir de então, iniciou-se uma tendência de queda dessa relação em razão da progressiva melhora da classificação de risco da carteira de crédito da instituição – no sentido de redução das operações de maior provisionamento e aumento das operações de melhor qualidade e, portanto, de nulo (AA) ou menor provisionamento (tabela 2). Por fim, o caso do Santander foi diferente dos outros dois bancos privados da amostra, uma vez que depois do aumento da razão provisão/ativo total, que perdurou até o terceiro trimestre de 2009, a diminuição dessa razão não se mostrou persistente, tendo ocorrido somente durante cinco trimestres. A partir do primeiro trimestre de 2011, observou-se um persistente aumento da referida razão, tendo atingindo 3,2% no primeiro trimestre de 2013, patamar superior ao dos bancos Itaú-Unibanco e Bradesco. Apenas no período mais recente, a partir de meados de 2013, essa trajetória de alta sofreu uma inflexão, com a relação encerrando setembro de 2014 em 2,7% (gráfico 11, tabela 1 e anexo F).

TABELA 1
Banco do Brasil – classificação da carteira de crédito, períodos selecionados

Nível de risco	Dez./2007	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010	Dez./2012	Set./2014
AA	26,6	28,3	25,7	27,7	33,1	58,4
A	19,5	18,9	29,3	18,1	22,2	15,0
B	33,3	32,5	27,5	36,1	32,9	18,2
C	11,5	10,9	8,8	11,5	6,6	3,6
D	3,4	3,6	3,2	2,4	1,6	0,5
E	1,4	1,3	1,0	0,6	0,7	1,3
F	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,5
G	0,7	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4
H	3,2	3,2	3,5	2,9	2,2	2,1
Total AA, B e C	90,9	90,6	91,3	93,4	94,8	95,1
Total R\$ bi	160,7	224,5	280,0	330,0	497,2	642,7
Total R\$ bi 2013	218,7	288,5	344,9	383,9	513,2	598,7

Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

TABELA 2
Itaú-Unibanco – classificação da carteira de crédito, períodos selecionados

Nível de risco	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/12	set/14
AA	16,5	22,1	14,5	16,6	34,6	50,4
A	50,0	45,3	48,1	48,1	38,5	30,0
B	20,0	18,1	19,1	19,0	10,2	8,4
C	4,6	5,6	6,5	5,8	6,8	3,6
D	3,0	3,2	3,5	3,8	3,1	1,9
E	1,9	1,4	1,7	1,6	1,1	1,2
F	1,3	0,9	1,1	1,0	0,9	0,7
G	0,6	0,5	0,7	0,6	0,9	0,9
H	2,3	2,9	4,8	3,7	4,0	2,8
Total AA, B e C	91,1	91,1	88,2	89,4	90,0	92,5
Total R\$ bi	115,1	242,1	246,8	298,4	369,5	428,8
Total R\$ bi 2013	156,6	311,2	304,0	347,2	381,4	399,4

Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

TABELA 3
Caixa Econômica Federal – classificação da carteira de crédito, períodos selecionados

Nível de risco	Dez./2007	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010	Dez./2012	Set./2014
AA	6,4	9,4	6,4	5,5	9,2	41,1
A	40,2	33,3	45,4	49,7	49,8	29,6
B	20,6	27,1	26,8	22,9	15,6	10,8
C	19,4	19,2	12,3	13,4	17,4	10,3
D	4,6	3,3	2,7	2,2	3,0	3,5
E	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	1,0
F	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4
G	1,1	0,9	0,7	0,5	0,3	0,4
H	6,2	5,2	4,6	4,3	3,6	2,8
Total AA, B e C	86,5	89,1	90,9	91,6	91,9	91,9
Total R\$ bi	57,4	81,8	126,6	178,5	361,2	576,4
Total R\$ bi 2013	78,1	105,2	155,9	207,7	372,8	536,9

Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

TABELA 4
Bradesco – classificação da carteira de crédito, períodos selecionados

Nível derisco	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/12	set/14
AA	17,5	19,3	16,0	17,3	17,8	18,5
A	46,5	43,9	45,1	43,3	41,0	42,0
B	11,6	12,9	10,5	9,6	14,3	19,3
C	17,9	17,3	19,1	22,3	18,5	12,5
D	1,5	1,6	2,0	1,9	2,5	1,7
E	0,8	0,8	1,0	0,8	0,9	1,3
F	0,6	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
G	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6
H	3,1	3,0	4,6	3,6	3,7	3,4
Total AA, B e C	93,4	93,4	90,8	92,5	91,5	92,3
Total R\$bi	131,3	173,3	191,0	230,4	290,7	335,5
Total R\$ bi2013	178,7	222,7	235,3	268,1	300,0	312,5

Fonte: BCB.
 Elaboração do autor.

TABELA 5
Santander – classificação da carteira de crédito, períodos selecionados

Nível derisco	Dez./2007	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010	Dez./2012	Set./2014
AA	57,1	34,9	30,7	32,1	22,6	38,2
A	31,0	43,4	49,7	47,5	52,0	37,9
B	1,2	8,8	5,2	8,3	8,7	8,0
C	2,1	5,6	5,6	4,8	6,3	5,0
D	4,2	1,6	1,7	1,8	2,5	3,7
E	0,6	1,2	1,1	0,8	1,3	1,7
F	0,7	0,8	1,2	1,1	1,9	1,2
G	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8
H	2,6	3,2	4,2	2,9	4,0	3,5
Total AA, B e C	91,4	92,7	91,1	92,7	89,6	89,1
Total R\$ bi	43,7	138,9	141,5	165,3	212,0	234,4
Total R\$ bi 2013	59,5	178,5	174,3	192,3	218,7	218,3

Fonte: BCB.
 Elaboração do autor.

3 GESTÃO DO PASSIVO DOS CINCO GRANDES BANCOS

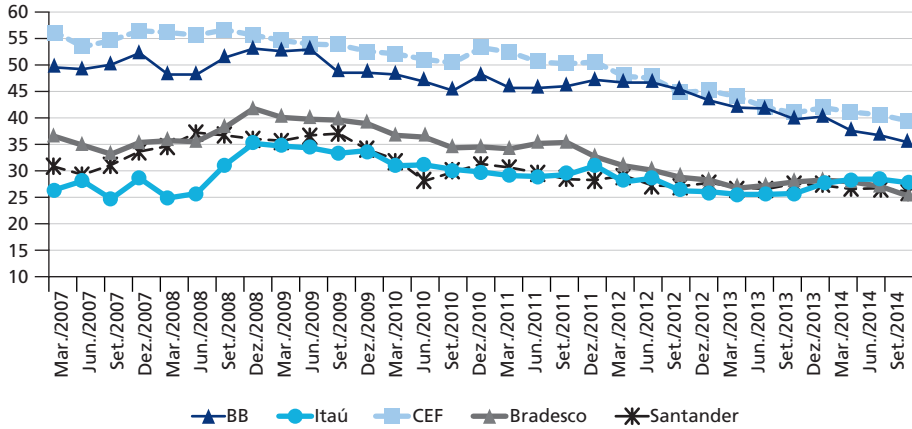
Ao longo do período contemplado neste trabalho, mudanças importantes também ocorreram em relação às estratégias de captação de recursos dos cinco maiores bancos no Brasil. Em geral, observou-se uma redução da importância dos depósitos no passivo total dessas instituições e um aumento tanto da relevância da emissão de títulos e aceites como das captações no mercado aberto, mediante operações compromissadas.

O gráfico 12 apresenta a relação entre os depósitos totais e o passivo total de cada um dos cinco bancos selecionados. Entre o início e o final do período considerado, ocorreu uma diminuição dessa relação em todas as instituições, com exceção apenas do Itaú-Unibanco, que, depois da incorporação da operação de fusão às demonstrações financeiras, foi restabelecendo a patamar prevalente em 2007, em torno de 25%. Esse movimento de queda da importância dos depósitos totais em relação ao passivo ocorreu de forma mais pronunciada nos dois bancos públicos comparativamente aos bancos Bradesco e Santander. No caso da CEF, entre março de 2007 e setembro de 2014, essa razão caiu 17,1 pontos percentuais (p.p.), de 56,6% para 39,6%. No do BB, o recuo foi de 14,6 p.p., ante diminuição de 11,6 p.p. no Bradesco e de 4,9 p.p. no Santander. Depois do aumento verificado no último trimestre de 2008, fruto das transferências de recursos dos depositantes dos bancos menores para os maiores, ensejadas pelas incertezas da eclosão da crise global, passou-se a verificar uma nítida tendência de queda da importância dessa forma de captação de recursos por parte dessas instituições.

Mas, como mostra o gráfico 13, enquanto no BB e na CEF a queda dessa relação ocorreu por conta de um crescimento do ativo total em ritmo superior ao dos depósitos totais, dado que entre março de 2009 e setembro de 2014 os depósitos totais apresentaram um aumento real de 12,8% e 72,2% respectivamente, no Bradesco e no Santander os depósitos totais caíram 8,8% e 17,6% considerando-se o mesmo interregno. No caso do Itaú-Unibanco, verificou-se um aumento real de 3,6% dos depósitos totais nesse período. Esses movimentos diferenciados explicitam distintas estratégias de gestão de passivos por parte dessas instituições. A despeito da diminuição em relação ao passivo total, a forma de captação via depósitos é bem mais relevante no caso dos dois grandes bancos públicos comparativamente ao verificado nos três grandes bancos privados, como mostra o gráfico 12.

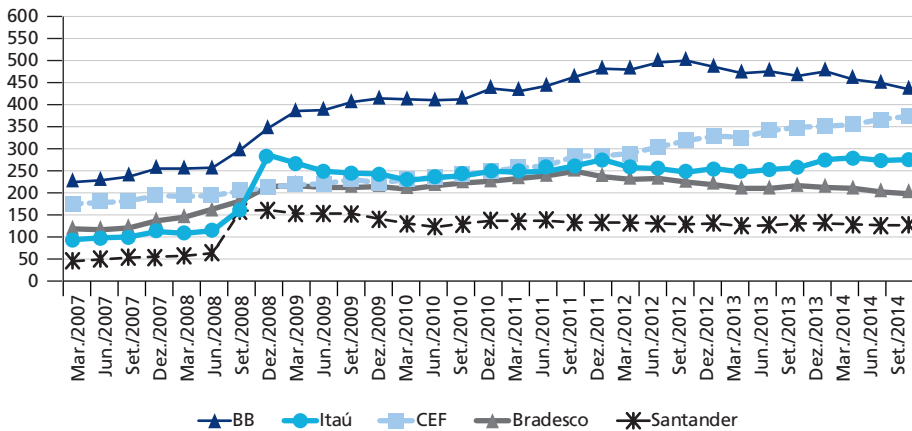
No caso do Banco do Brasil, a diminuição da razão depósitos totais/passivo total foi condicionada pela redução dos outros depósitos, dos depósitos à vista e dos depósitos a prazo, também em relação ao passivo total (gráfico 14). Em valores constantes de 2013, contudo, apenas a modalidade outros depósitos sofreu redução entre o início e o fim da série, assim como da expressiva queda dos depósitos a prazo, a partir do terceiro trimestre de 2012, de quase R\$ 100 bilhões, a preços de 2013 (gráfico 15).

GRÁFICO 12
Depósitos totais/passivo total (mar./2007-set./2014)
 (Em %)



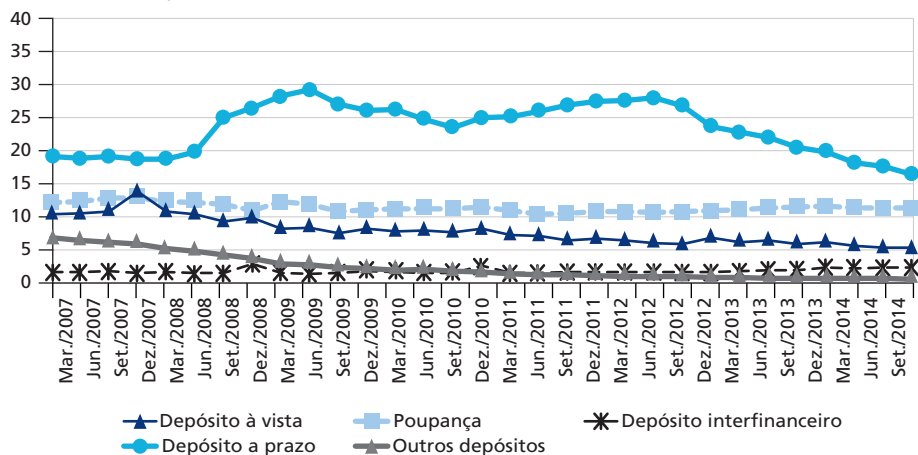
Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
 Elaboração do autor.

GRÁFICO 13
Depósitos totais (mar./2007-set./2014)
 (Em R\$ bilhões de 2013)



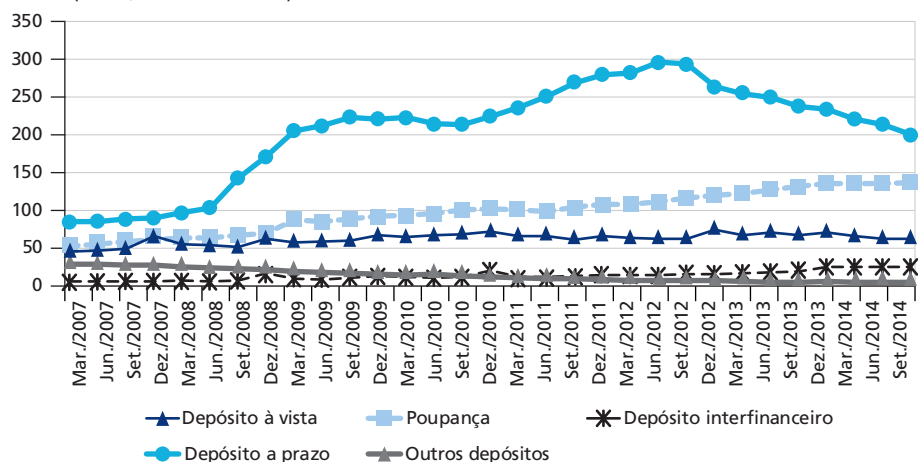
Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
 Elaboração do autor.

GRÁFICO 14

Depósitos do Banco do Brasil (mar./2007-set./2014)
(Em % do passivo total)

Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

GRÁFICO 15

Depósitos do Banco do Brasil (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)

Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

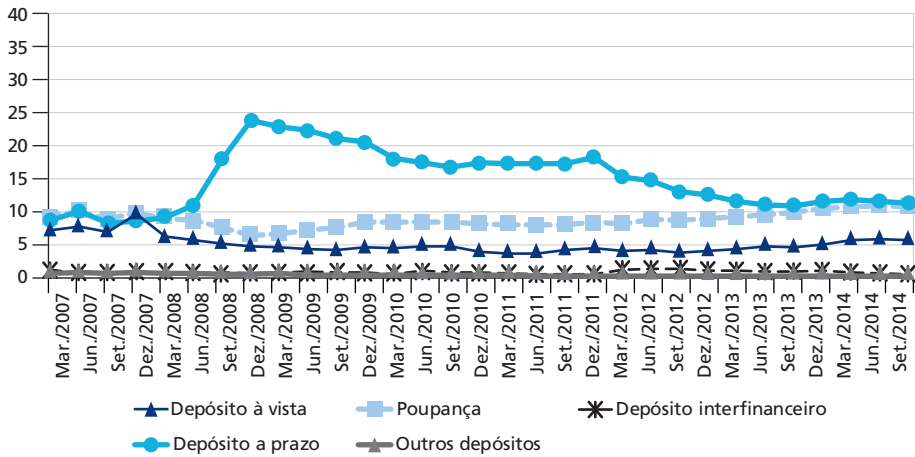
No caso do Itaú-Unibanco, por sua vez, a recomposição da relação depósitos totais/passivo total ao patamar anterior à fusão, em 2007, ocorreu fundamentalmente em razão da redução dos depósitos a prazo, que caíram abruptamente a partir do primeiro trimestre de 2009, depois da incorporação do processo de fusão às demonstrações financeiras – ainda que, em valores constantes, os depósitos totais somassem R\$ 111,3 bilhões no terceiro trimestre de 2014, ante aproximadamente R\$ 30 bilhões no primeiro trimestre de 2007, como mostram os gráficos 16 e 17. Os depósitos à vista, assim como no caso do BB, do Bradesco e do Santander, também caíram, mas em magnitude bem menor que a redução sofrida nos depósitos a prazo.

Em relação à CEF, a forte redução dos depósitos totais em relação ao passivo total, que era superior a 55% do passivo total no primeiro trimestre de 2007 e passou a sê-lo inferior a 40% no terceiro trimestre de 2014, decorreu da diminuição de praticamente todas as modalidades de depósitos em relação ao ativo total, com exceção apenas dos depósitos interfinanceiros – mas que, no caso da CEF, assim como nas outras instituições selecionadas, possuem uma participação muito pequena em relação ao total do passivo. Apenas com a exceção dos outros depósitos, essa diminuição das modalidades de depósitos em relação ao total do passivo decorreu, no caso dessa instituição, de um crescimento do valor dessas formas de captação de recursos em ritmo bastante inferior ao crescimento do ativo (gráficos 18 e 19).

No Bradesco, a queda dos depósitos totais em relação ao passivo total, conforme apresentado no gráfico 12, decorreu da relevante redução tanto dos depósitos à vista, entre o início e o fim do período considerado, como dos depósitos a prazo, a partir do terceiro trimestre de 2009 – ambos em relação ao passivo total (gráfico 20). Em valores constantes de 2013, ocorreu uma grande diminuição, de mais de R\$ 50 bilhões, dos depósitos a prazo entre o terceiro trimestre de 2011 e o terceiro trimestre de 2014 (gráfico 21).

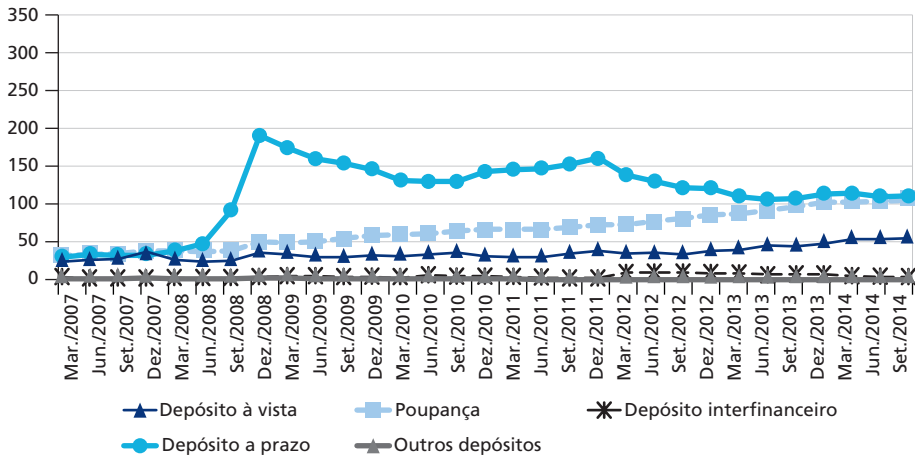
Finalmente, ainda no que diz respeito à análise dessa fonte de captação de recursos dos bancos no Brasil, no caso do Santander, a redução continuada da razão depósitos totais/passivo total verificada depois da aquisição do ABN AMRO foi decorrente, preponderantemente, da redução dos depósitos a prazo em proporção do ativo total. Os depósitos à vista também sofreram redução, mas em magnitude muito inferior à verificada nos depósitos a prazo (gráfico 22). Interessante notar em relação a essa instituição que os depósitos a prazo caíram inclusive em valores constantes, depois da incorporação da referida aquisição às suas demonstrações financeiras. Entre setembro de 2008 e setembro de 2014, os depósitos a prazo caíram R\$ 38,9 bilhões, em preços de 2013, uma redução de 34%.

GRÁFICO 16
Depósitos do Itaú-Unibanco (mar./2007-set./2014)
(Em % do passivo total)



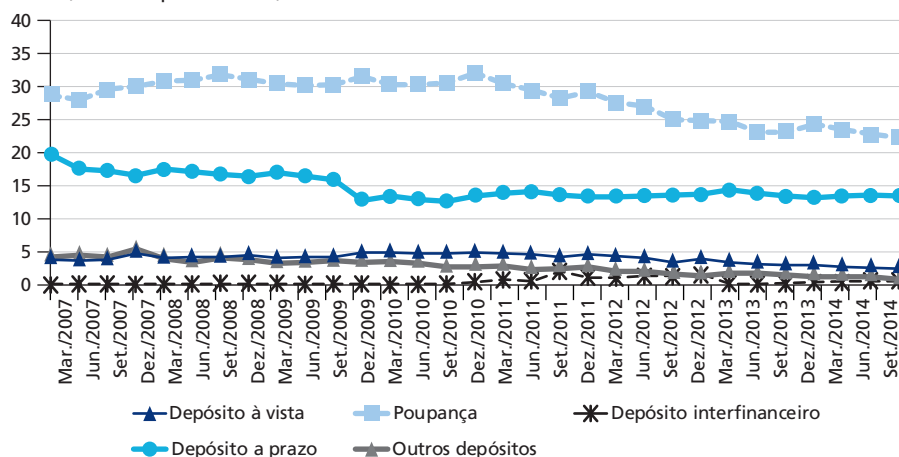
Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

GRÁFICO 17
Depósitos do Itaú-Unibanco (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)



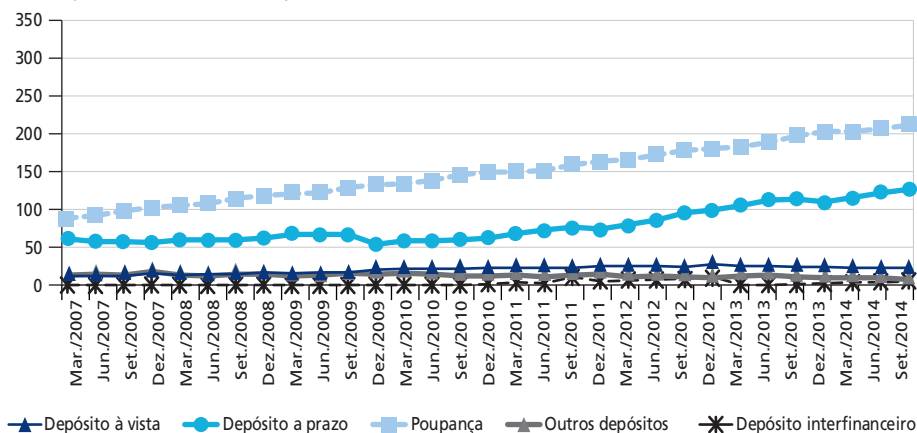
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO 18
Depósitos da CEF (mar./2007-set./2014)
 (Em % do passivo total)



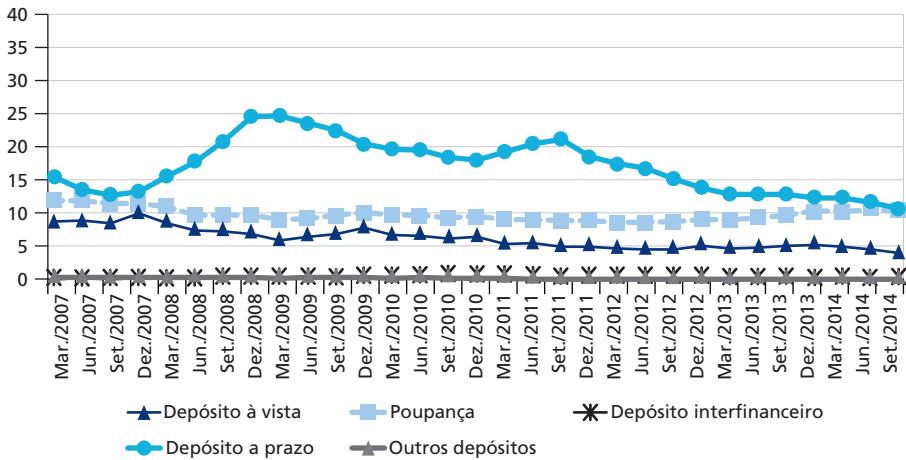
Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
 Elaboração do autor.

GRÁFICO 19
Depósitos da CEF (mar./2007-set./2014)
 (Em R\$ bilhões de 2013)



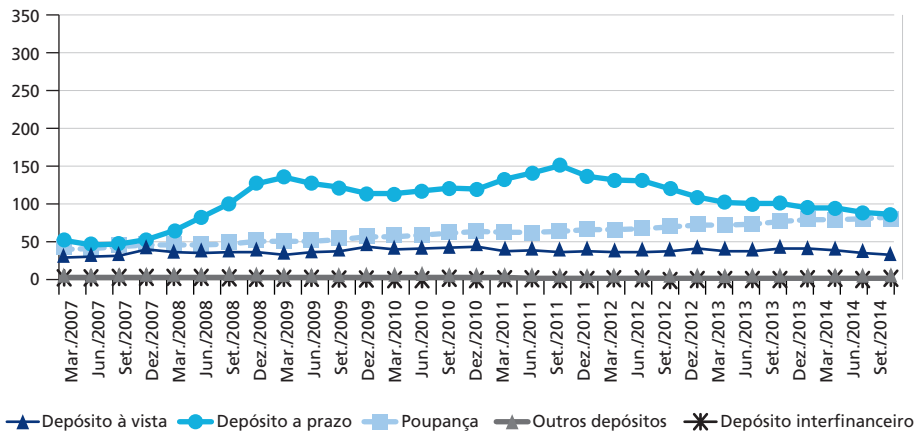
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
 Elaboração do autor.

GRÁFICO 20
Depósitos do Bradesco (mar./2007-set./2014)
(Em % do passivo total)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

GRÁFICO 21
Depósitos do Bradesco (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO 22
Depósitos do Santander (mar./2007-set./2014)
 (Em % do passivo total)

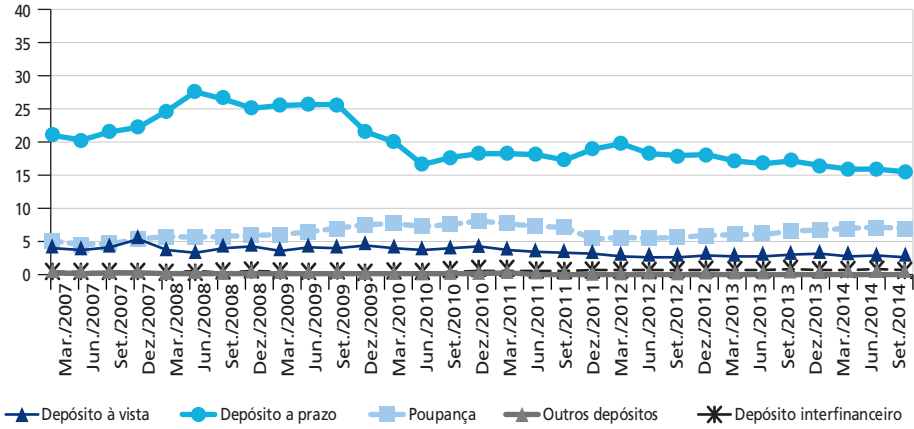
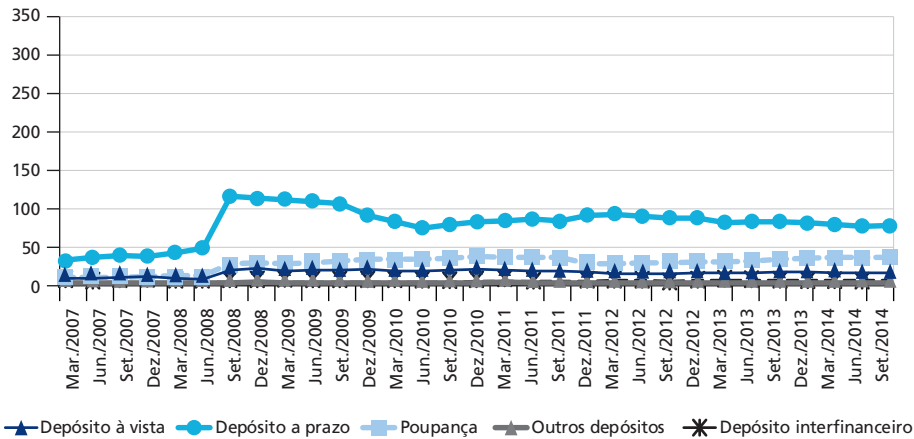


GRÁFICO 23
Depósitos do Santander (mar./2007-set./2014)
 (Em R\$ bilhões de 2013)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
 Elaboração do autor.

Assim, a análise dos depósitos totais e de cada uma de suas modalidades dos cinco maiores bancos no Brasil deixa evidente que essa forma de captação, a despeito de constituir uma relevante fonte de recursos para essas instituições, tem apresentado uma importância relativa declinante para elas. Trata-se, pois, de uma relevante mudança na estrutura dos passivos dos grandes bancos no Brasil, uma vez que os depósitos, especialmente a prazo e de poupança, tradicionalmente sempre foram muito importantes como fonte de captação de recursos por parte dessas instituições. Continuam sendo, evidentemente, mas com um grau de importância tendencialmente menor, conforme os dados de seus balanços sugerem.

Com exceção da CEF, cujos depósitos da caderneta de poupança são os maiores dentre todas as demais modalidades de depósito, os demais bancos possuem nos depósitos a prazo a sua principal fonte de recursos por essa modalidade de captação. No período mais recente, contudo, tem havido um processo de inversão, com a captação por meio da caderneta de poupança se tornando mais relevante que os depósitos a prazo. Isso é bastante evidente nos casos do BB, Itaú-Unibanco e Bradesco (gráficos 14, 16 e 20 respectivamente).

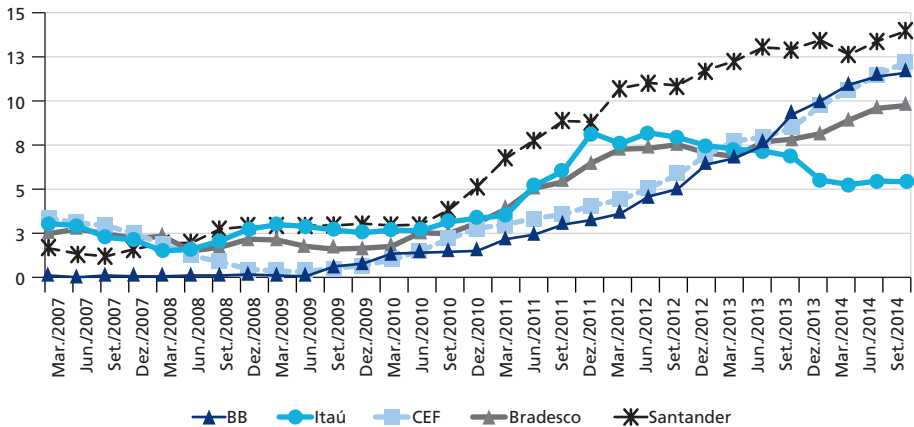
Essa mudança na estrutura do passivo dos grandes bancos no Brasil que tem ocorrido no período mais recente guarda estreita relação com a introdução e o crescimento das chamadas letras financeiras (LFs),¹⁷ um título de crédito emitido por essas instituições com diferenciais positivos em relação aos depósitos a prazo, pois conta com prazo mínimo de 24 meses, não tem possibilidade de resgate antecipado e corresponde a uma modalidade de captação isenta de recolhimento compulsório. Trata-se, portanto, de uma espécie de debênture emitida por essas instituições, cujas vantagens em relação aos depósitos a prazo tem suscitado um movimento de substituição entre essas formas de captação de recursos realizadas pelos bancos.

O gráfico 24 apresenta a emissão de aceites e títulos em relação ao passivo total dos bancos selecionados. Pode-se verificar, no caso das cinco instituições, ainda que em diferentes intensidades, um aumento bastante relevante dessa forma de captação de recursos a partir do segundo semestre de 2010, quando a LF foi regulamentada e passou a ser incorporada na rubrica “emissão de aceites e títulos”. Até meados de 2010, as captações via emissão de aceites e títulos eram muito pouco representativas no total do ativo dos grandes bancos. A partir de então, contudo, essas captações aumentaram velozmente, passando de pouco mais de 3% para 14%

17. As Letras Financeiras foram criadas em dezembro de 2009 pela Medida Provisória nº 472. A Resolução CMN nº 3.836 regulamentou essa medida, e, em junho de 2010, foi promulgada a Lei nº 12.249 (arts. 37 ao 42), que definiu as condições legais das letras financeiras. Buscou-se, com a criação desse instrumento, contribuir para o desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo no Brasil. A primeira emissão ocorreu em março de 2010. Contudo, segundo Torres Filho e Macahyba (2012, p. 17), a colocação desses papéis contou, em sua maior parte, com o prazo mínimo fixado em lei e indexados à taxa CDI.

do passivo total do Santander, por exemplo, entre meados de 2010 e o terceiro trimestre de 2014. Neste mesmo intervalo, essas captações também aumentaram rapidamente e de forma continuada nos casos do BB e da CEF, chegando a atingir 11,7% e 12,2% do total das obrigações de ambas as instituições em setembro de 2014 respectivamente.¹⁸

GRÁFICO 24
Emissão de aceites e títulos (mar./2007-set./2014)
(Em % do passivo total)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

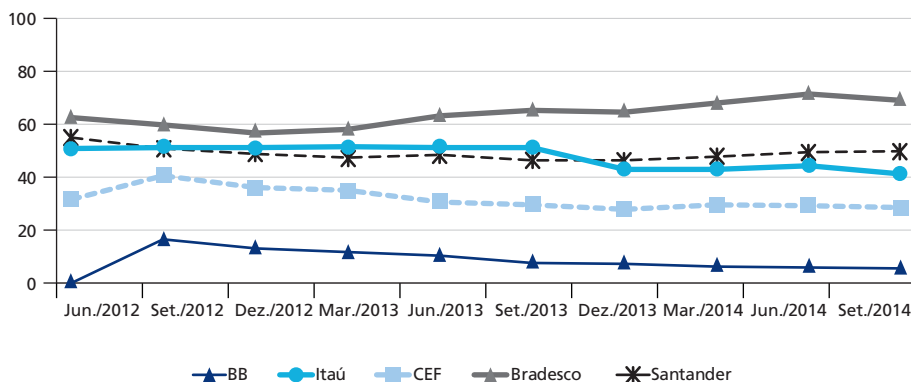
Nos casos dos bancos Itaú-Unibanco e Bradesco, em meados de 2010, o total da tomada de recursos via aceites e emissão de títulos alcançava aproximadamente 3% do passivo total, crescendo bastante até o final de 2011, no Itaú-Unibanco, e o início de 2012, no caso do Bradesco. Depois, a partir do final de 2012, a referida razão passou a declinar no caso do Itaú-Unibanco e permanecer no mesmo patamar no caso do Bradesco. Em ambos os casos, em torno de 8% até meados de 2013. A partir de então, essa razão voltou a crescer no caso do Bradesco, terminando o terceiro trimestre de 2014 em aproximadamente 10% de seu passivo total.

O gráfico 25, por sua vez, apresenta a participação das letras financeiras no total da emissão de aceites e títulos para cada uma das cinco instituições analisadas. Pode-se verificar que, com exceção do BB, as LFs passaram a ocupar uma importância destacada no total da captação via emissão de aceites e títulos. No caso dos três bancos privados, superou os 40% ao longo do interregno jun.2012-set.2014, chegando a atingir aproximadamente 70% dessas emissões no caso do Bradesco, considerando o período mais recente.

18. Ver anexo G para dados mais detalhados para cada instituição.

GRÁFICO 25

Top 5 – LFs/total emissão de aceites e títulos (mar./2007-set./2014)
(Em %)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

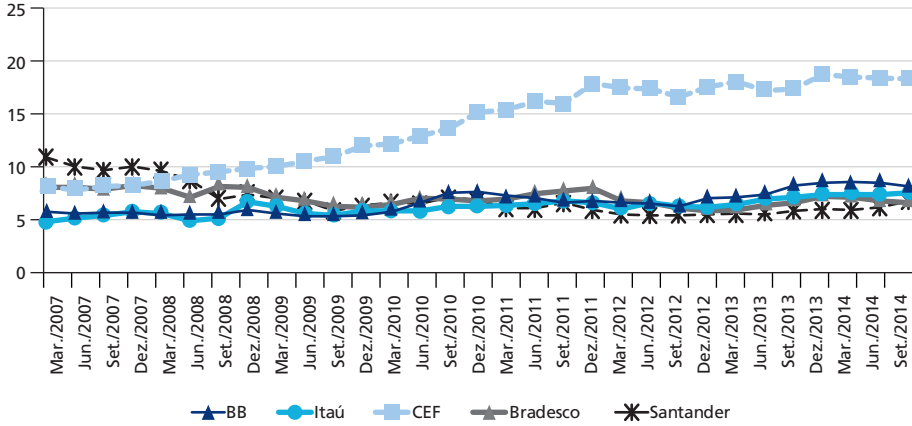
Outra importante fonte de captação de recursos dos bancos diz respeito às obrigações por empréstimos e repasses, que diz respeito aos empréstimos no país e no exterior, bem como aos repasses do país – instituições oficiais (gráfico 26). Dentre os cinco bancos estudados, houve uma redução da participação dessas operações no passivo total apenas no Bradesco e no Santander, entre o início e o fim do período considerado. Ainda assim, correspondia a aproximadamente 7% e 5% da primeira e da segunda instituição respectivamente.

Verificou-se um aumento dessas operações nos demais bancos, mas com absoluto destaque à CEF, cujas operações ultrapassaram R\$ 170 bilhões no terceiro trimestre de 2014, ante R\$ 25 bilhões no primeiro trimestre de 2007, tendo subido de 8,1% para 18,4% do passivo total entre março de 2007 e setembro de 2014. No caso da CEF, essa elevação decorreu fundamentalmente das obrigações de repasses do país – instituições oficiais –, refletindo os “empréstimos extraordinários”¹⁹ realizados pelo Tesouro Nacional para viabilizar a política de expansão da instituição. Os empréstimos no exterior da CEF correspondiam, na posição de setembro de 2014, a apenas 2% do total das obrigações por empréstimos e repasses, ante 60,5% no Santander, 26,6% no Bradesco, 45,4% no Itaú-Unibanco e 17,9% no BB. No caso do BB, os repasses do país – instituições oficiais também são predominantes quando se considera o total das obrigações por empréstimos e repasses – corresponderam a 82,1% dessas operações também na posição de setembro de 2014 (anexo H).

19. Na condição de empréstimos extraordinários realizados pelo Tesouro Nacional, os recursos concedidos não são computados como despesas nas contas do TN, constituindo créditos a receber.

GRÁFICO 26

Top 5 – Total das obrigações por empréstimos e repasses (mar./2007-set./2014)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

Vale salientar, contudo, que essa injeção de recursos realizada pelo TN na CEF, embora tenha suscitado discussões em relação ao potencial efeito negativo sobre as contas públicas, contribuiu, de forma frequente, para a geração de *superavit* primário do setor público consolidado no Brasil.²⁰ Ademais, a atuação anticíclica dessa instituição foi fundamental para manter as condições de financiamento e refinanciamento no sistema depois da eclosão da crise de 2008 e, portanto, evitar uma desaceleração ou retração do PIB ainda maior – condição que pioraria os indicadores de endividamento do setor público em relação ao PIB.

As operações de captação de recursos realizadas pelos bancos via mercado aberto, formadas por operações compromissadas (recompras a liquidar – carteira própria; recompras a liquidar – carteira de terceiros e operações compromissadas de livre movimentação),²¹ constituem outra importante conta do passivo dessas instituições. Trata-se de uma forma de captação de recursos em que a instituição, portanto, assume o compromisso de recompra dos títulos vendidos em uma data pactuada com a contraparte compradora. Os gráficos 27 e 28 apresentam essas

20. Para mais detalhes sobre a importância da distribuição de dividendos pela CEF para a geração de *superavit* primário do setor público consolidado, ver Simão e Marchesini (2014).

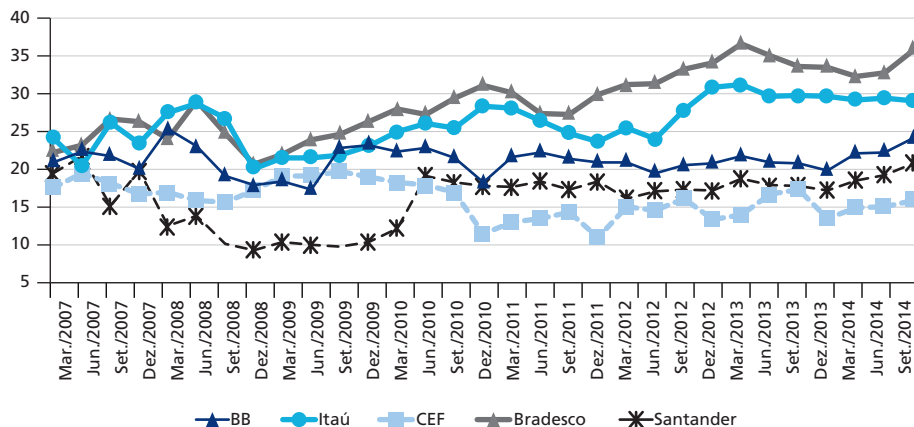
21. As recompras a liquidar da carteira própria dizem respeito às captações realizadas pelos bancos a partir do uso dos títulos da carteira da própria instituição, não adquiridos mediante operações compromissadas. A carteira própria se divide em carteira própria bancada, formada por títulos detidos pela 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 Cosif (1987) e Niyama e Gomes (2012, p. 80-89).

operações em relação ao passivo total, bem como em preços constantes de 2013, respectivamente, dos cinco maiores bancos no Brasil.

GRÁFICO 27

Top 5 – Captação no mercado aberto (mar./2007-set./2014)

(Em % do passivo total)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".

Elaboração do autor.

Entre o início e o fim do período considerado, chama bastante atenção o expressivo crescimento da relação captações no mercado aberto/passivo total do Banco Bradesco, que passou de 22,4% para nada menos que 35,9% (gráfico 27). O gráfico 28 revela que todos os bancos da amostra, com destaque a BB, Bradesco e Itaú-Unibanco, apresentaram um aumento representativo dessas operações em valores constantes de 2013. Mas, no que diz respeito à estrutura patrimonial dessas instituições, o Bradesco foi a instituição que mais aumentou esse tipo de captação de recursos em sua estrutura de passivos. No Itaú-Unibanco, essa relação aumentou 4,9% do passivo total; no BB, 3,2%; no Santander, 1,4%; enquanto na CEF ela caiu 1,7%. Dessa forma, o Bradesco, dentre os cinco maiores bancos no Brasil, foi a instituição que apresentou a política de captação de recursos mais arrojada no que tange às operações compromissadas, atingindo o maior patamar em relação ao total dos compromissos totais assumidos pelo banco, seguido de Itaú-Unibanco (29,2%), BB (24,2%), Santander (20,9%) e CEF (16%).

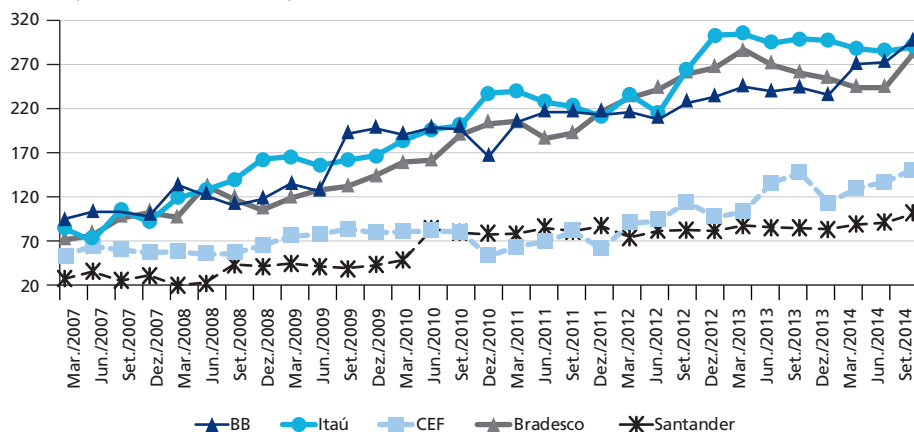
De fato, a análise da estrutura de passivos dessas cinco instituições revela diferentes estratégias de administração do lado direito de seus balanços. Como já indicado, com exceção do Itaú-Unibanco, essas instituições sofreram uma expressiva perda de importância dos depósitos em relação aos seus respectivos passivos totais.

Essa redução foi mais expressiva na CEF, de 17,1 p.p. entre o primeiro trimestre de 2007 e o terceiro trimestre de 2014. Como indicado, os depósitos totais, em valores constantes de 2013, aumentaram de forma altamente expressiva, ainda que em diferentes ritmos e intensidades, em todas as cinco instituições analisadas. Não obstante, com exceção do Itaú-Unibanco, o passivo total desses bancos cresceu em ritmo ainda mais acelerado, o que, conjugado à utilização de outras fontes de recursos, determinou uma expressiva queda dos depósitos totais em relação aos passivos dessas instituições. No caso do Itaú-Unibanco, os depósitos totais encerraram o terceiro trimestre de 2014 em 27,8% do passivo total, um aumento de 1,5 p.p. em relação ao patamar verificado no primeiro trimestre de 2007. Dentre as cinco instituições, a despeito da substancial diminuição observada, a CEF é aquela que os depósitos totais são os mais elevados em relação ao passivo total, 39,6%, seguida pelo BB, com 35,3%, considerando a posição do terceiro trimestre de 2014.

GRÁFICO 28

Captação no mercado aberto (mar./2007-set./2014)

(Em R\$ bilhões de 2013)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

Essas instituições fizeram uso de diferentes estratégias para lidar com essa diminuição da importância relativa dos depósitos em um contexto de relevante expansão do ativo total. Além de uma gestão cada vez mais dinâmica e agressiva de captação de recursos pela via dos depósitos, enquanto o Bradesco fez uso mais arrojado das captações no mercado aberto, mediante operações compromissadas, o Santander, por exemplo, explorou mais a via de captação mediante emissão de aceites e títulos, que passou a corresponder a 14% de seu passivo total em setembro de 2014, ante apenas 1,7% em março de 2007. No que concerne à captação no mercado aberto no caso do Santander, o aumento dessas operações foi de

somente 1,4% do passivo total entre o início e o fim do interregno contemplado neste trabalho.

No caso da CEF, as captações no mercado aberto caíram 1,7 p.p. entre março de 2007 e setembro de 2014, com a pronunciada queda da participação dos depósitos em seu passivo total sendo compensada pela emissão de aceites e títulos, que cresceu 8,8 p.p. nesse mesmo período, bem como (e sobretudo) pelo aumento de 10,3 p.p. das obrigações por empréstimos e repasses – no caso dos repasses do país via instituições oficiais, conforme já registrado. No caso do Santander, em contrapartida, o total das obrigações por empréstimos e repasses diminuiu de importância no passivo total da instituição, tendo passado de 10,9% para 6,8%, considerando-se o mesmo intervalo temporal. O mesmo aconteceu no Bradesco, com queda de 1,4 p.p., mas não ocorreu nem no BB, nem no Itaú-Unibanco, lembrando o seguinte: *i*) a importância das obrigações por empréstimos e repasses se tornou muito mais relevante no caso da CEF *vis-à-vis* os demais bancos estudados, considerando-se o passivo total; e *ii*) enquanto no BB e na CEF as operações de repasses do país via instituições oficiais são fundamentalmente aquelas que compõem o total das obrigações por empréstimos e repasses, no caso das três instituições privadas selecionadas a importância da captação de recursos no exterior é bem mais elevada, embora os repasses do país via instituições oficiais sejam também importantes – no Santander, por exemplo, na posição de setembro de 2014, 60,5% do total das obrigações por empréstimos e repasses correspondia a empréstimos externos. No Itaú-Unibanco, essa fração era de 45,4% e no Bradesco, de 26,6%, ante 17,9% no BB e somente 2,1% na CEF.

A criação das letras financeiras foi seguramente a principal inovação do período estudado no que diz respeito às operações passivas dos bancos no Brasil, tendo exercido um papel muito importante para o processo de diversificação das fontes de captação de recursos dessas instituições. Ela explica, inclusive, boa parte da redução dos depósitos totais, puxada pelos depósitos a prazo, observada em quatro dos cinco grandes bancos estudados entre março de 2007 e setembro de 2014. Somente no Itaú-Unibanco o aumento da captação de recursos mediante obrigações por empréstimos e repasses foi menos arrojada comparativamente aos demais bancos selecionados. Essa instituição, aliás, apresentou relativa constância e conservadorismo no que tange à composição do passivo ao longo do período analisado, em contraste com as demais instituições analisadas neste trabalho. Embora, como visto, essas demais instituições tenham assumido estratégias diferenciadas ao longo do período no que diz respeito à gestão estratégica de seus balanços patrimoniais.

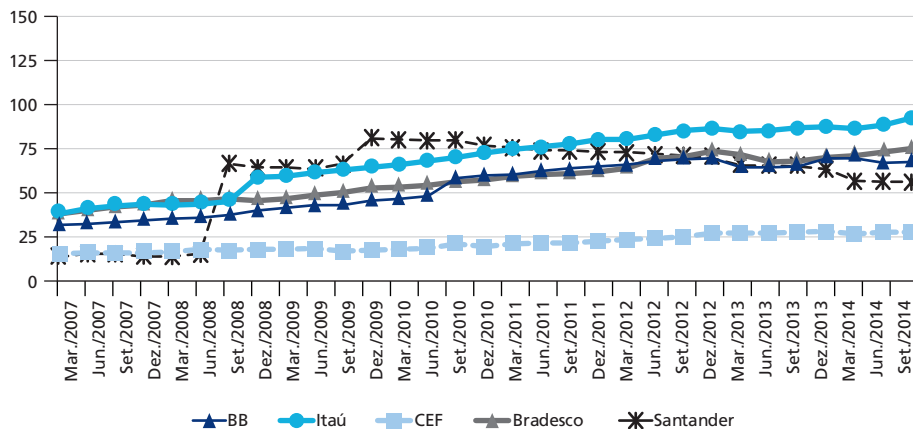
Cabe ainda analisar a última conta representativa do passivo dos bancos, a saber, patrimônio líquido, apresentada nos gráficos 29 e 30, em bilhões de reais

constantes de 2013 e em porcentagem do passivo total de cada instituição respectivamente. No caso dos bancos Santander e Itaú-Unibanco, os aumentos abruptos do patrimônio líquido ocorridos entre o segundo e o terceiro trimestre de 2008 e entre o terceiro e o quarto trimestre do mesmo ano, respectivamente, decorreram dos processos de aquisição e fusão realizados por essas instituições, já indicados. De todo modo, os gráficos 29 e 30 revelam que, embora tenha ocorrido um aumento, em diferentes magnitudes, do patrimônio líquido das cinco instituições em valores constantes de 2013, em relação ao passivo total, essa conta registrou declínio em todas as instituições entre o início e o final do período analisado, com exceção do Santander. Mesmo esta instituição, contudo, apresentou diminuição da referida razão a partir do primeiro trimestre de 2010, ainda que no terceiro trimestre de 2014 estivesse em um patamar bem maior que no primeiro de 2007, antes da aquisição do ABN AMRO por parte desta instituição.

Deve-se salientar, no entanto, que a razão entre patrimônio líquido e passivo total não constitui um indicador robusto de alavancagem dos bancos, na medida em que não pondera as operações ativas dessas instituições pelos seus respectivos graus de risco. Por isso, o gráfico 31 apresenta o índice de Basileia para cada um dos cinco maiores bancos no Brasil. Pode-se verificar que a forte expansão das operações de crédito realizada pela CEF implicou uma redução expressiva de seu índice de Basileia de cerca de 24,5% para 15,3% entre março de 2007 e setembro de 2014, depois de ter atingido o máximo de 33,4% em junho de 2007 e o mínimo de 12,6% em setembro de 2002. É preciso reconhecer, contudo, que, no início do período analisado, a CEF possuía um índice de Basileia bastante superior ao apresentado pelas demais instituições da amostra, entre 14,5% e 18%. Embora entre o terceiro trimestre de 2011 e o primeiro de 2013 o índice da CEF tenha se situado em um patamar inferior ao registrado pelos demais bancos, no terceiro trimestre de 2014 ele passou a se situar em um nível próximo ao apresentado pelos bancos BB, Itaú-Unibanco e Bradesco.

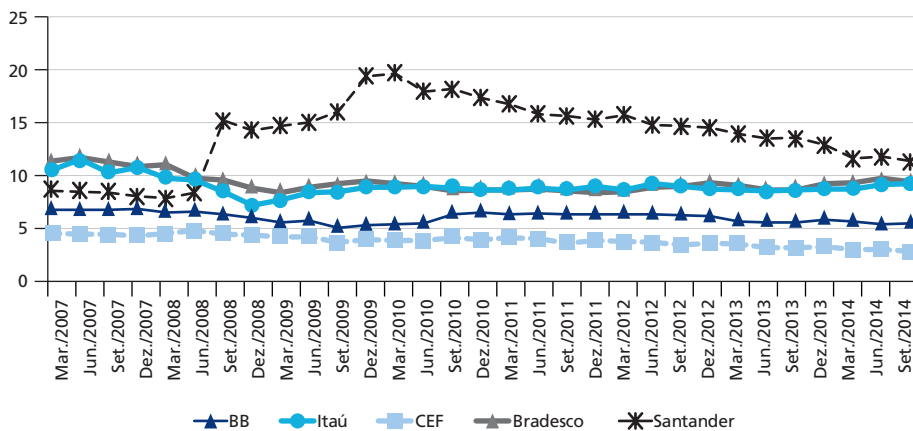
O referido índice apresentou comportamento atípico no caso do banco Santander em razão dos efeitos provocados pela incorporação do ABN nas demonstrações contábeis dessa instituição a partir do terceiro trimestre de 2008, assim como do comportamento pró-cíclico apresentado pelo banco diante dos impactos adversos provocados pela eclosão da crise global em 2008 – conforme indicado na seção anterior. De qualquer modo, depois da forte expansão do índice registrada entre setembro de 2008 e dezembro de 2009, ocorreu uma diminuição expressiva até o fim do período analisado, atingindo 18,8% em setembro de 2014 – não obstante, deve ser salientado que ainda se trata de um nível superior ao apresentado pelas outras quatro instituições selecionadas neste trabalho.

GRÁFICO 29
Patrimônio líquido (mar./2007-set./2014)
(Em R\$ bilhões de 2013)

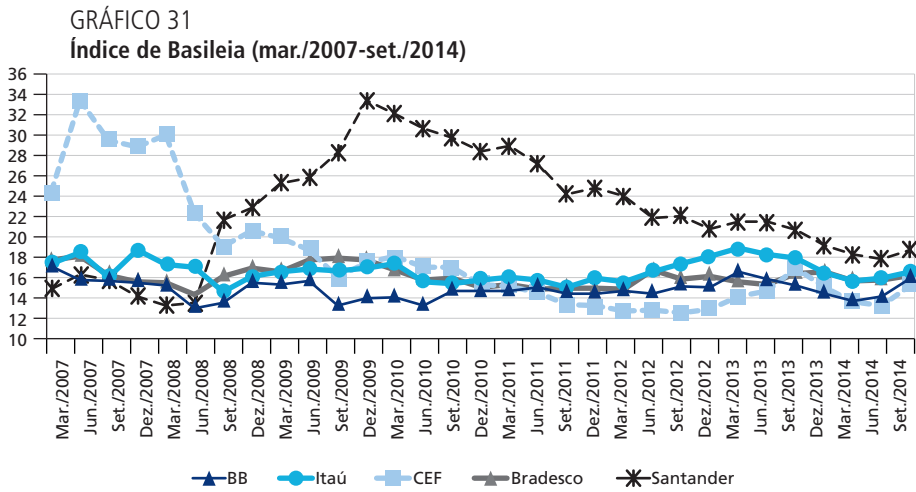


Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO 30
Patrimônio líquido (mar./2007-set./2014)
(Em % do passivo total)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

O comportamento dos índices dos bancos BB, Itaú-Unibanco e Santander, por sua vez, apresentou certa instabilidade ao longo do intervalo considerado. Entre o início de 2007 e meados de 2008, nessas três instituições, na esteira da trajetória de expansão do crédito iniciada no segundo semestre de 2003, comandada pelos bancos privados, observou-se uma importante redução do índice de Basileia, especialmente no caso do BB, que passou de 17,1% para 13,1%. No caso do Bradesco, diminuiu de 17,8% para 14,4%. Já em relação ao Itaú-Unibanco, o menor patamar alcançado pelo índice ocorreu em setembro de 2008, quando atingiu 14,7%.

A partir do quarto trimestre de 2008, essas três instituições, no contexto de maior incerteza e grau de preferência pela liquidez, apresentaram uma elevação do referido índice, mas com uma diferença: enquanto essa elevação de patamar persistiu por mais tempo no caso dos bancos Itaú-Unibanco e Bradesco, no caso do BB ela foi mais curta. Já a partir do terceiro trimestre de 2009, esta instituição voltou a apresentar redução de seu índice de Basileia, o que ocorreria de forma mais consistente apenas no primeiro e no segundo trimestre de 2010 no caso dos bancos Bradesco e Itaú-Unibanco respectivamente.

Finalmente, depois de permanecer entre aproximadamente 14% e 16% entre setembro de 2010 e dezembro de 2011, com o percentual do BB sempre abaixo dos outros dois bancos, com exceção de junho de 2011, o índice do Itaú-Unibanco aumentou para cerca de 19% em março de 2013, enquanto o do BB aumentou para 16,6%. O do Bradesco, por sua vez, passou a girar em torno de 16% até o final do período analisado, quando o índice de Basileia dessa instituição encerrou setembro

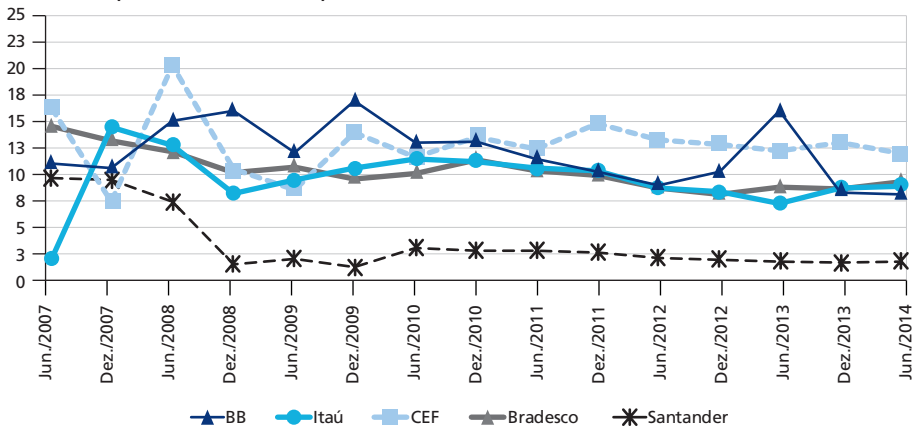
de 2014 em 16,3%. Os índices do BB e do Itaú-Unibanco também passaram a se situar em torno desse nível em setembro de 2014, considerado confortável mesmo para o padrão brasileiro, cujo índice mínimo determinado é de 11%. Evidentemente, os bancos com maior grau de exposição em operações de crédito acabam tornando esse índice mais sujeito a reduções acentuadas no curto prazo.

4 À GUIA DE CONCLUSÃO: OS RESULTADOS DAS DIFERENTES ESTRATÉGIAS DE BALANÇO

Transcende o escopo deste trabalho, neste momento, a discussão a respeito dos fatores determinantes dos resultados obtidos por cada uma dessas instituições ao longo do período ora analisado. Esta seção, à guisa de conclusão, tem tão somente o objetivo de mostrar que as distintas estratégias de balanço adotadas pelos grandes bancos no Brasil ao longo do período analisado resultaram em desempenhos também diferenciados, embora a alta capacidade de geração de resultados por parte dos bancos privados, em diferentes conjunturas, constitua uma característica marcante do sistema bancário brasileiro (Oliveira, 2009a).

Nesse sentido, o gráfico 32 apresenta o retorno sobre o patrimônio líquido (*return on equity* – ROE) dos cinco bancos selecionados, considerando os resultados semestrais apresentados por cada uma dessas instituições. Pode-se verificar que as duas instituições que apresentaram um ROE semestral médio mais elevado ao longo do período analisado foram exatamente aquelas que atuaram anticíclicamente depois da eclosão da crise global no final do terceiro trimestre de 2008, a saber, respectivamente: Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil. Esse patamar mais elevado de rentabilidade obtido por essas duas instituições, vale salientar, não decorreu de diferenciais significativos de crescimento de seus respectivos patrimônios líquidos comparativamente aos outros três grandes bancos selecionados. Resultou, sobretudo, da implementação de uma gestão estratégica de balanço mais arrojada dessas duas instituições *vis-à-vis* às demais relativamente aos seus patrimônios líquidos, especialmente no que diz respeito ao forte crescimento das operações de crédito.

Enquanto a média real trimestral de crescimento do patrimônio líquido entre dezembro de 2008 e junho de 2014 foi de 2,7% no caso do BB e 2,4% no da CEF, ela foi de 3,2% no caso do Itaú-Unibanco; 2,1% no do Bradesco; e -0,6% no do Santander.

GRÁFICO 32
ROE (mar./2007-set./2014)

Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

Vale observar, contudo, que Bradesco e Itaú-Unibanco, mesmo tendo apresentado uma política de expansão do crédito bem mais cautelosa do que BB e, sobretudo, CEF durante o período considerado, ainda assim apresentaram um ROE semestral médio próximo ao dessas duas instituições. Levando-se em conta o indicador semestral entre junho de 2007 e junho de 2014, o ROE médio da CEF foi de 12,9% e do BB, de 12,1%, ante 10,4% do Bradesco e 9,6% do Itaú-Unibanco.²² Mais uma vez, isso revela a elevada capacidade de geração de lucros por parte dessas duas grandes instituições privadas, especialmente a partir de diferentes estratégias de balanço e em diferentes contextos macroeconômicos.

O Santander, por sua vez, foi o banco cujo ROE foi bastante inferior ao verificado nas demais quatro instituições selecionadas. Esse baixo patamar, contudo, passou a prevalecer depois da incorporação da aquisição do ABN às demonstrações contábeis dessa instituição, a partir de setembro de 2008. O expressivo aumento tanto do patrimônio líquido como do ativo total ocorrido a partir de então não se traduziu, ainda, em um nível de rentabilidade compatível com o apresentado pelos principais concorrentes da instituição. O ROE médio semestral do banco Santander, entre dezembro de 2008 e junho de 2014, foi de apenas 2,2%. Em dezembro de 2007, portanto antes da incorporação às demonstrações contábeis da referida aquisição e considerando o lucro líquido acumulado somente no segundo semestre daquele ano, o ROE apresentado pelo banco foi de 9,5%, apenas para efeito de elucidação. Vale notar, ainda, que, a partir do último semestre de 2010,

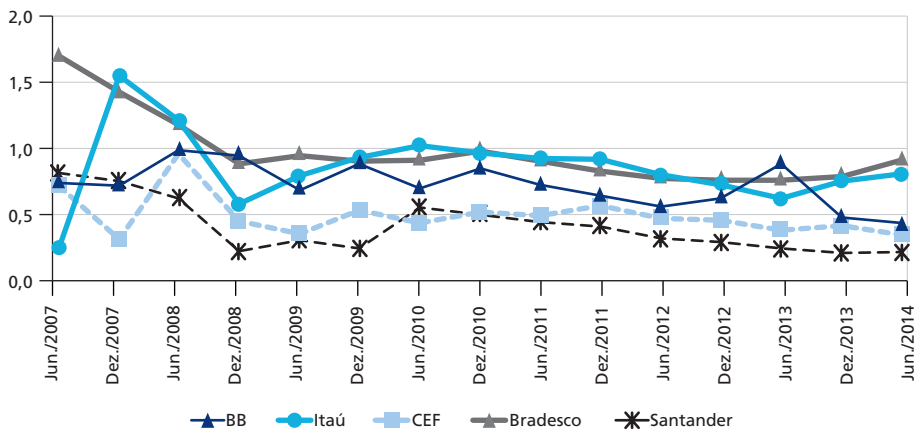
22. No caso do Itaú-Unibanco, se desconsiderado o indicador registrado em junho de 2007 – atípico, considerado o conjunto da série apresentada –, o ROE médio da instituição foi de 10,1% no período indicado.

o lucro líquido do Santander, em valores constantes de 2013, apresentou uma evidente tendência de retração. Em 2013, o lucro obtido pela instituição foi de R\$ 2,2 bilhões, ante R\$ 4,6 bilhões em 2010.

A rentabilidade, do ponto de vista do retorno sobre o ativo (ROA) semestral, por sua vez, indica um melhor desempenho de Bradesco e Itaú-Unibanco *vis-à-vis* BB e CEF, como mostra o gráfico 33. Contudo, é preciso observar que, no período indicado, desconsiderando-se os aumentos dos ativos totais decorrentes da operação de aquisição realizada pelo Santander e de fusão pelo Itaú-Unibanco, o ativo total de BB e CEF, em termos reais, cresceu muito mais que o aumento registrado no caso dos bancos Bradesco e Itaú-Unibanco. Entre dezembro de 2008 e junho de 2014, por exemplo, o ativo total da CEF apresentou um crescimento real de 138%; do BB, 88%; do Itaú-Unibanco, 19%; do Bradesco, 46%; e do Santander, 6,6%.

Dessa maneira, o melhor desempenho relativo apresentado pelos bancos Itaú-Unibanco e Bradesco comparativamente ao BB e à CEF, sob a perspectiva do ROA, decorreu, em grande medida, de um crescimento relativo inferior do ativo das duas instituições privadas *vis-à-vis* as das instituições públicas. Ainda assim, mais uma vez, chama bastante atenção a capacidade de geração de resultados por parte dos bancos Bradesco e Itaú-Unibanco, destacadamente em diferentes conjunturas, a partir de distintas estratégias de balanço.

GRÁFICO 33
ROA (mar./2007-set./2014)



Fonte: BCB. "50 maiores bancos".
Elaboração do autor.

Conforme já salientado, decerto essa elevada capacidade de geração de resultados por parte dos bancos Bradesco e Itaú-Unibanco, mesmo a partir do menor comprometimento relativo de seus ativos com operações mais rentáveis, como as operações de crédito e arrendamento mercantil (comparativamente à CEF e ao

BB, em particular), decorre – além da existência da prática de taxa básica de juros elevada sob a égide da institucionalidade da indexação financeira, bem como da prevalência de juros e *spreads* bancários elevados – do fato de essas instituições formarem grandes conglomerados econômicos, condição que lhes permite a geração dinâmica de resultados mesmo em contextos menos funcionais à rentabilização das operações no âmbito de seus respectivos conglomerados financeiros. A atuação nos ramos de seguro, previdência e capitalização, bem como em atividades não financeiras, constitui um representativo e cada vez mais um relevante vetor de geração de resultados para essas instituições. Além, evidentemente, de receitas de prestação dos múltiplos serviços formados por esses grandes supermercados financeiros no Brasil, e de ganhos de eficiência.

A análise da estrutura patrimonial dos cinco maiores bancos privados no Brasil no interregno mar. 2007-set. 2014 revelou, pois, a execução de diferentes estratégias de alocação de ativos e de captação de recursos realizada por essas instituições. Mostrou, ademais, o importante papel anticíclico desempenhado pelos bancos públicos, de um lado, e o comportamento tipicamente pró-cíclico dos grandes bancos privados, de outro.

A atuação pró-cíclica por parte dos bancos privados possui diversas implicações no âmbito macroeconômico. Essas instituições, ao mesmo tempo que potencializam as fases de aceleração dos negócios, tendem a intensificar as trajetórias de retração, justificando a existência de instituições capazes de atuar anticíclicamente. Isso, em hipótese alguma, significa que essas instituições não sejam relevantes do ponto de vista macroeconômico. Partindo-se da hipótese de que o investimento constitui o “motor” e o “gatilho” do crescimento econômico no Brasil, o crédito concedido pelos bancos, incluindo os privados, decerto constitui o “combustível” para que esse “motor” funcione com maior vigor.

Nesse sentido, estudos orientados para a importância macroeconômica das estratégias de balanço levadas a cabo por essas instituições, assim como para a análise do mercado de crédito em seus diferentes segmentos, são fundamentais para a melhor compreensão do papel desempenhado pelo SFN, em geral, e pelo sistema bancário no Brasil, em particular, na economia brasileira no que diz respeito à sua dinâmica de crescimento.

REFERÊNCIAS

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **50 maiores bancos e o consolidado do sistema financeiro nacional**. Disponível em: <<http://goo.gl/nKgcME>>.

CARDIM DE CARVALHO, F. J. Estrutura de padrões de competição no sistema bancário brasileiro: uma hipótese para investigação e alguma evidência preliminar. *In*: PAULA, L. F. R.; OREIRO, J. L. (Orgs.). **Sistema financeiro**: uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 103-123.

CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; TEPASSÊ, A. C. A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional. *In*: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (Orgs.). **A crise financeira internacional**: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora da Unesp, 2012. p. 169-173.

CAVALCANTI, M. A. F. H.; VONBUN, C. **Evolução da política do recolhimento compulsório no Brasil pós-real**. Rio de Janeiro: Ipea, 2013. (Texto para Discussão, n. 1826).

CEF – CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Notas explicativas da administração às demonstrações contábeis**. São Paulo: CEF, 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/U5oZOW>>.

CINTRA, M. A. A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. *In*: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Editora da Unesp, 2006. p. 321-346.

CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. *In*: ACIOLY, L.; FERREIRA LEÃO, R. P. (Orgs.). **Crise financeira global**: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil. Brasília: Ipea, 2011. p. 11-46.

COSIF – PLANO CONTÁBIL DAS INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. **Plano contábil das instituições financeiras do Sistema Financeiro Nacional**. Banco Central: Brasília, 1987. Disponível em: <<http://goo.gl/0wwxAR>>. Acesso em: 10 abr. 2003.

FARHI, M.; BORGHI, R. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FREITAS, M. C. P. A natureza da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. **Economia e Sociedade**, n. 8, p. 51-83, 1997.

_____. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

MENDONÇA, A. R. R.; DEOS, S. O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente. *In*: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (Orgs.). **A crise financeira internacional**: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora da Unesp, 2012. p. 163-167.

MESQUITA, M.; TORÓS, M. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008**. Brasília: BCB, 2010. (Trabalhos para Discussão, n. 202).

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

OLIVEIRA, G. C. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009a.

_____. O comportamento do crédito e a reação do Banco Central e do sistema financeiro público e privado aos efeitos da crise internacional. *In*: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2., 2009, Porto Alegre, Rio Grande do Sul. **Anais...** Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009b. Disponível em: <<https://goo.gl/7O5o7u>>.

PRATES, D. M.; BICHARA, J. S.; CUNHA, A. M. O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 37, n. 1, 2009.

PUGA, F.; BORÇA JUNIOR, G. O papel anticíclico do BNDES e sua contribuição para conter a demanda agregada. **Visão do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, n. 96, jul. 2011. Disponível em: <<https://goo.gl/vagLYc>>.

SIMÃO, E.; MARCHESINI, L. Cresce importância de dividendos para meta fiscal. **Valor Econômico**, São Paulo, 21 jul. 2014.

TORRES, F. Bancos melhoram notas de clientes e liberam provisões. **Valor Econômico**, São Paulo, 20 ago. 2014.

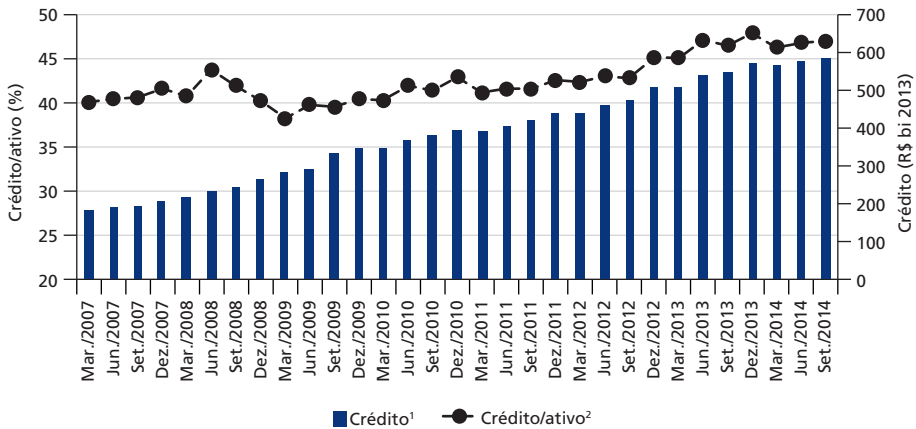
TORRES FILHO, E.; COSTA, F. N. **Financiamento de longo prazo no Brasil**: um mercado em transformação. Rio de Janeiro: Ipea, 2013. (Texto para Discussão, n. 1843).

TORRES FILHO, E.; MACAHYBA, L. **O elo perdido**: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil – avaliação e propostas. São Paulo: Iedi, 2012.

ANEXO A

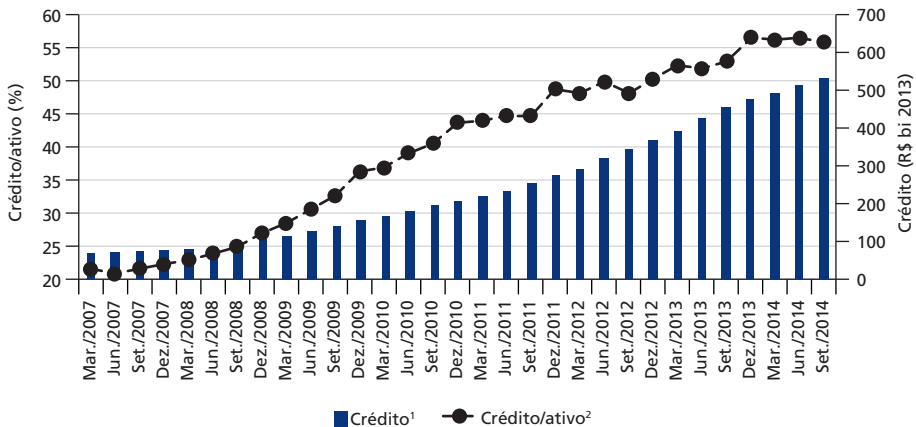
TOP 5: OPERAÇÕES DE CRÉDITO E ARRENDAMENTO MERCANTIL (MAR./2007-
-SET./2014)

GRÁFICO A.1
Banco do Brasil



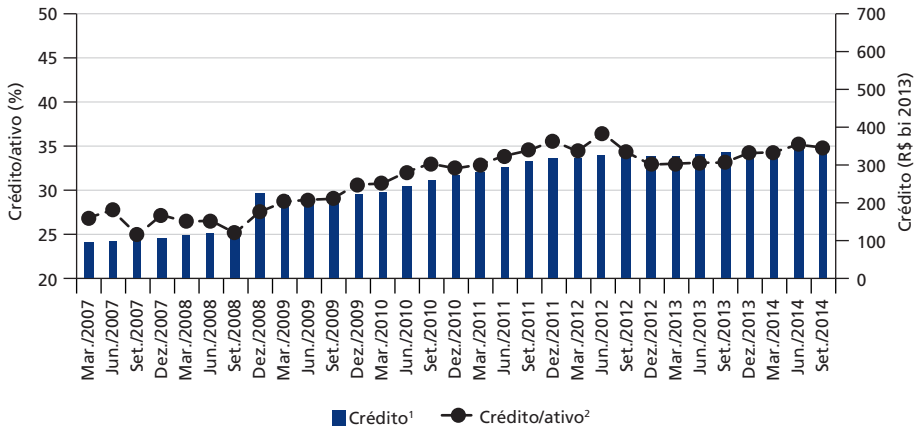
Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). "50 maiores bancos". Deflator: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).
Elaboração do autor.

GRÁFICO A.2
Caixa Econômica Federal



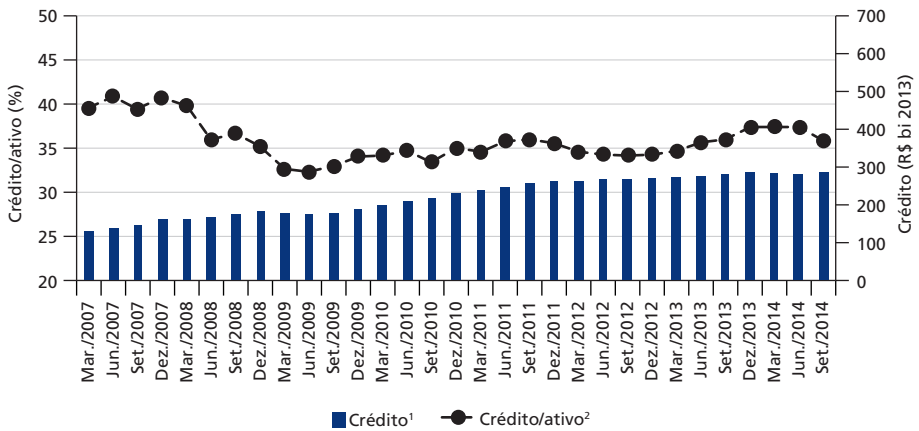
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO A.3
Banco Itaú-Unibanco



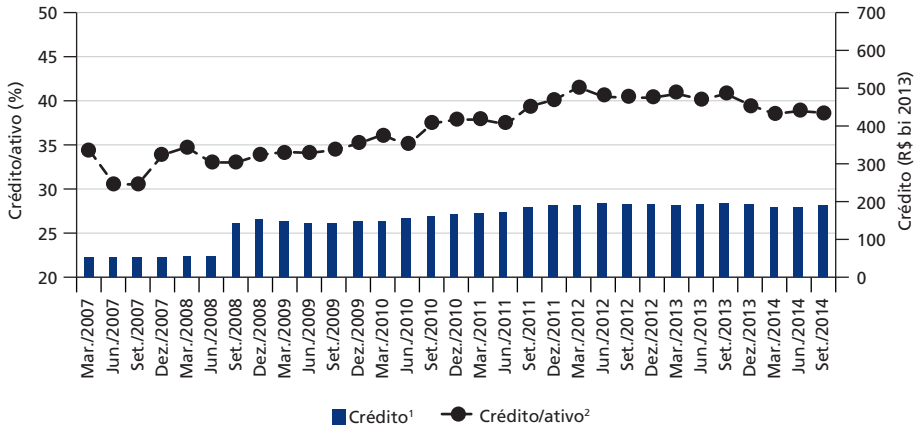
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA. Elaboração própria.

GRÁFICO A.4
Banco Bradesco



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA. Elaboração do autor.

GRÁFICO A.5
Banco Santander

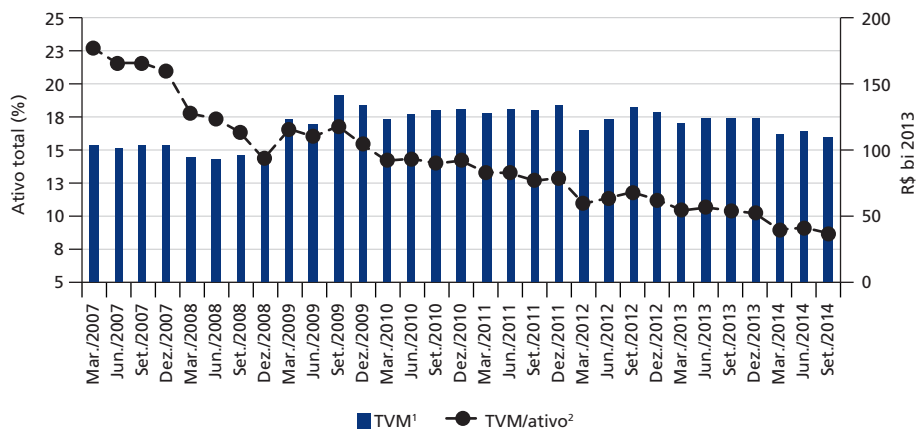


Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

ANEXO B

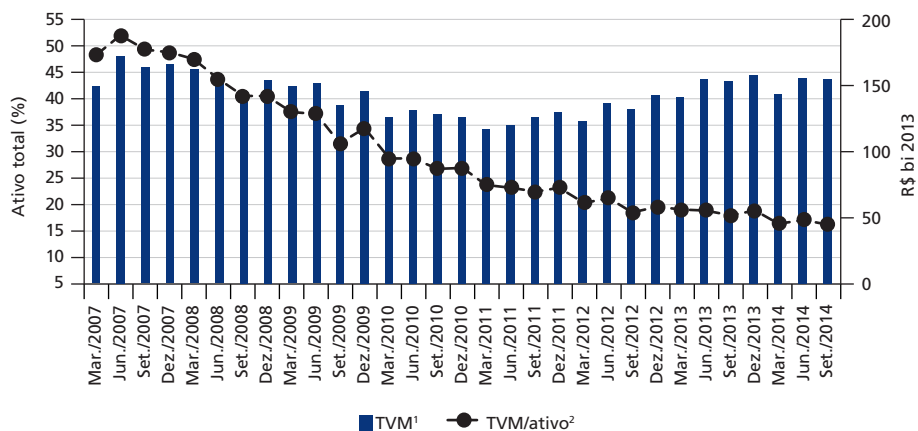
TOP 5: TVM E INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVATIVOS (MAR./2007-SET./2014)

GRÁFICO B.1
Banco do Brasil



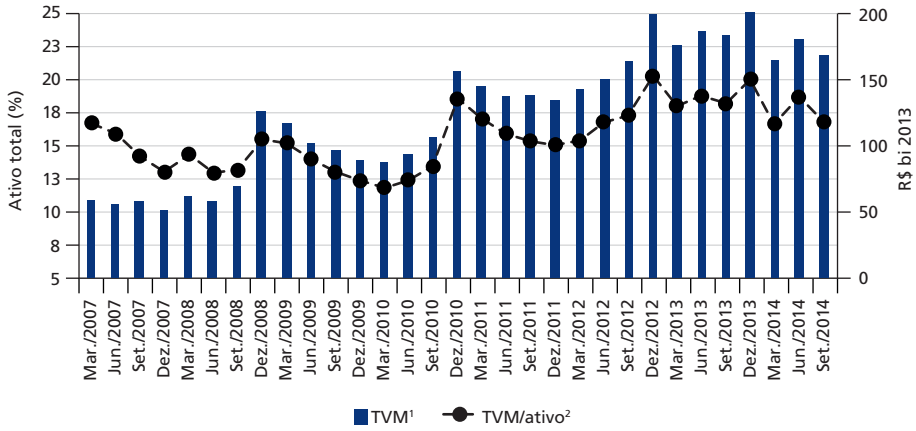
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO B.2
Caixa Econômica Federal



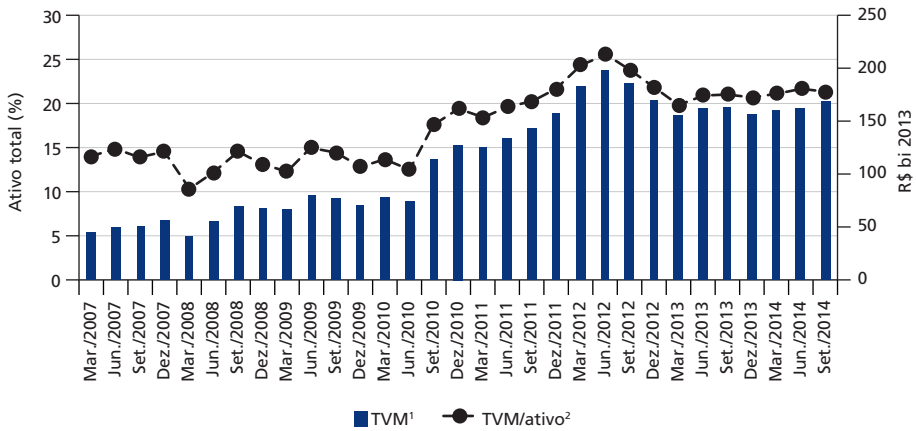
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO B.3
Banco Itaú-Unibanco



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO B.4
Banco Bradesco



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO B.5
Banco Santander

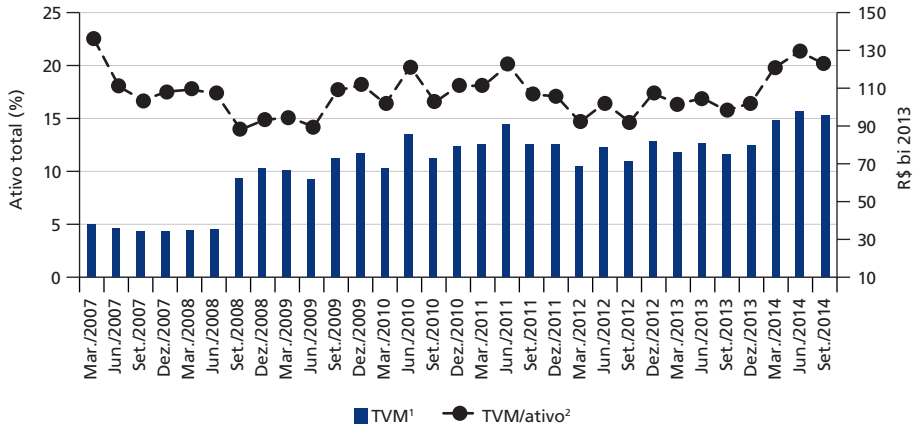
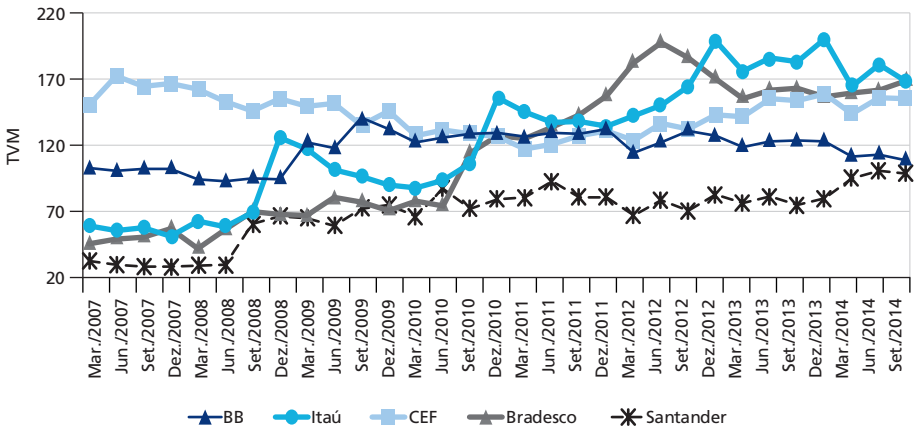


GRÁFICO B.6
TVM e instrumentos financeiros derivativos
(Em R\$ bilhões de 2013)

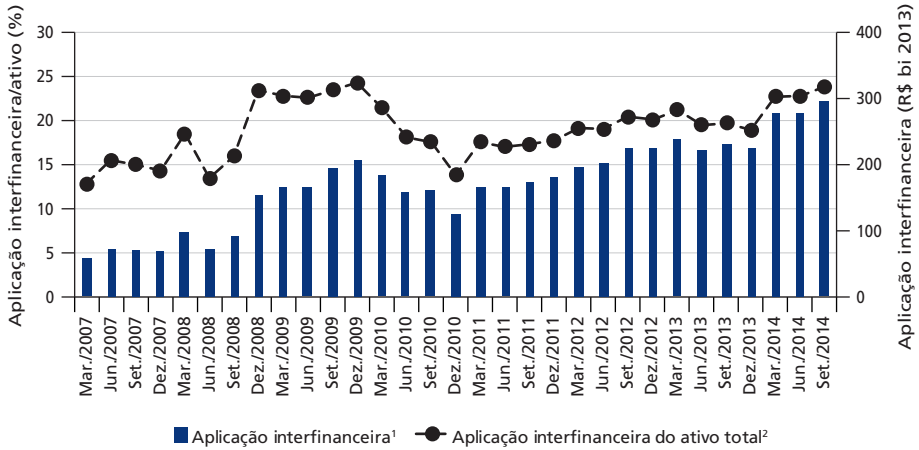


Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

ANEXO C

TOP 5: APLICAÇÕES INTERFINANCEIRAS (MAR./2007-SET./2014)

GRÁFICO C.1
Banco do Brasil



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO C.2
CEF

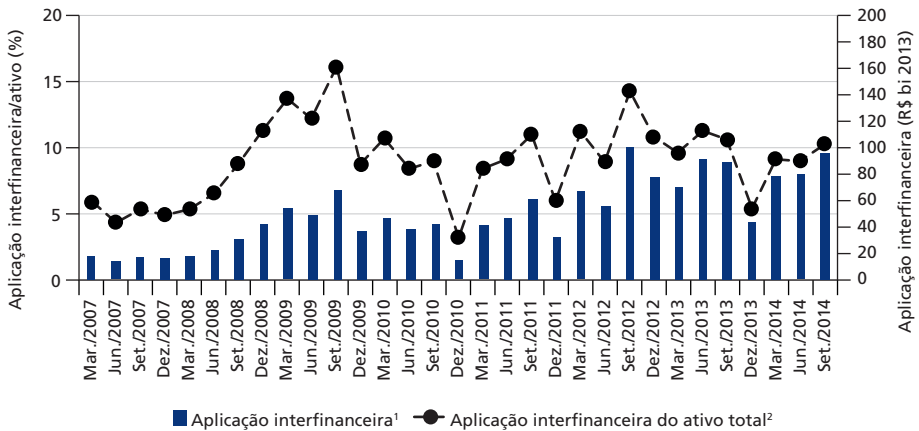
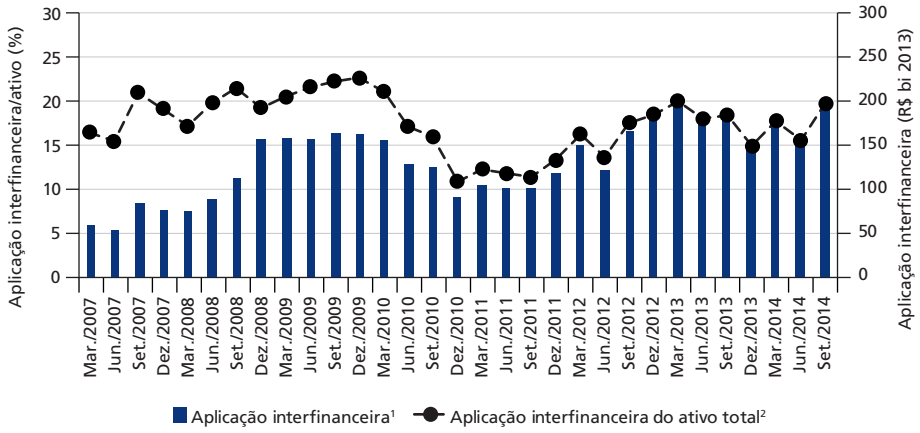
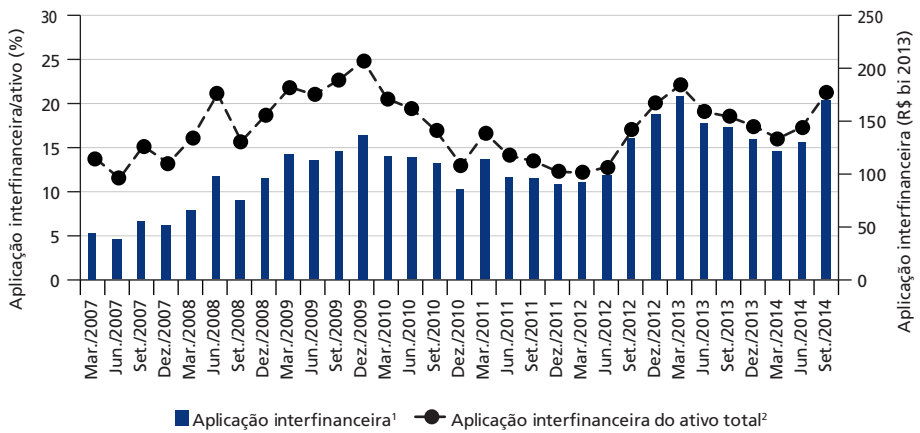


GRÁFICO C.3
Itaú-Unibanco



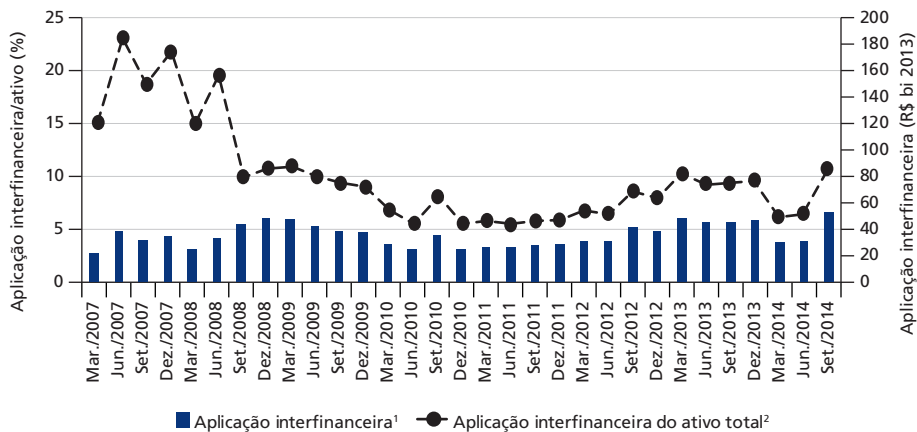
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO C.4
Bradesco



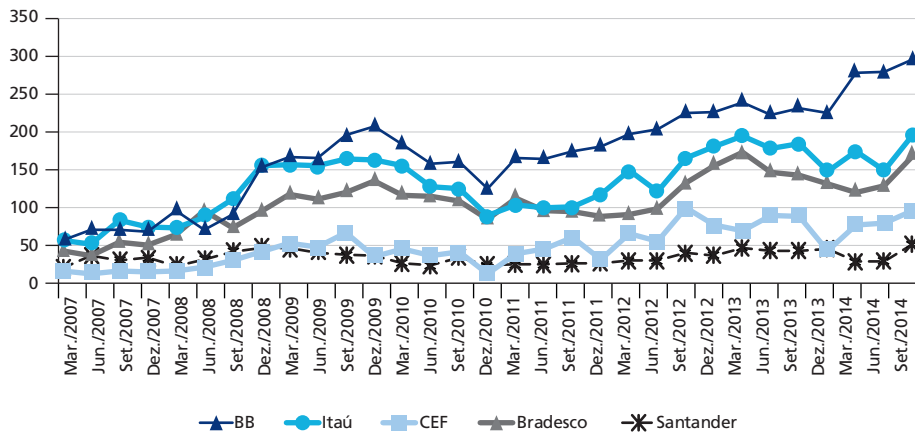
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO C.5
Santander



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO C.6
Aplicações interfinanceiras
(Em R\$ bilhões de 2013)

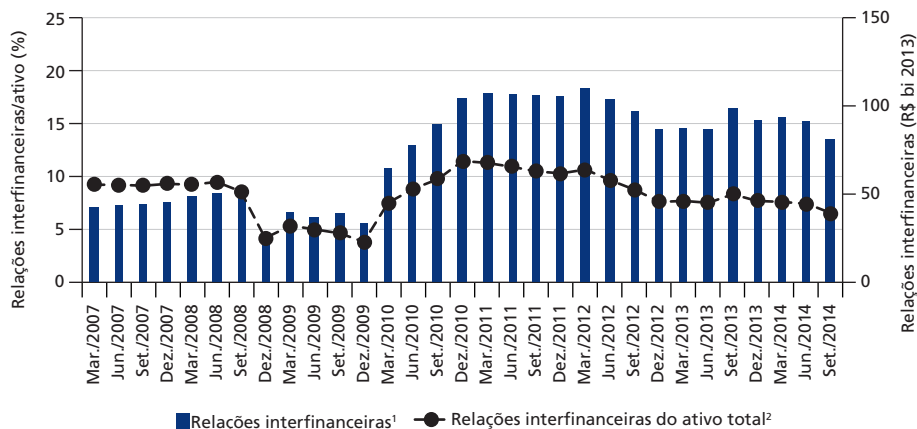


ANEXO D

TOP-5: RELAÇÕES INTERFINANCEIRAS (MAR./2007 - SET./2014)

GRÁFICO D.1

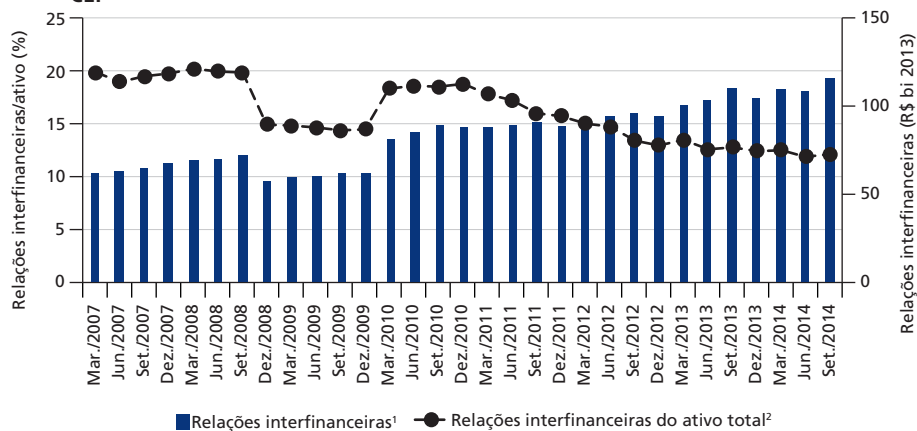
Banco do Brasil



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

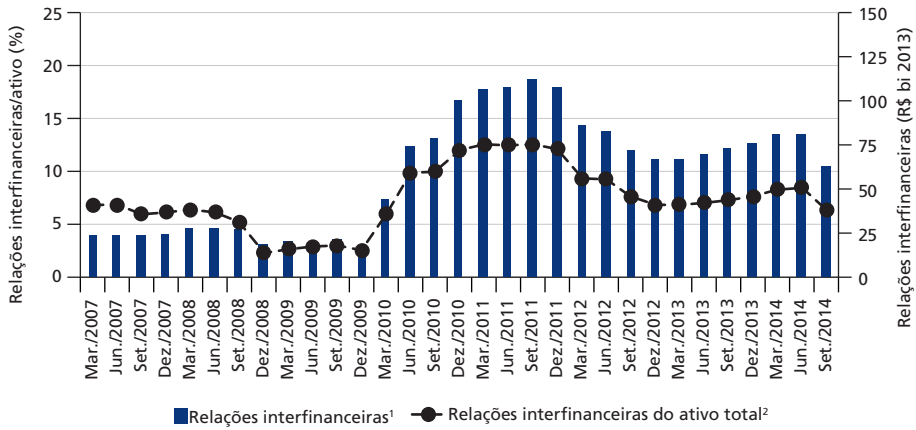
GRÁFICO D.2

CEF



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO D.3
Itaú-Unibanco



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO D.4
Bradesco

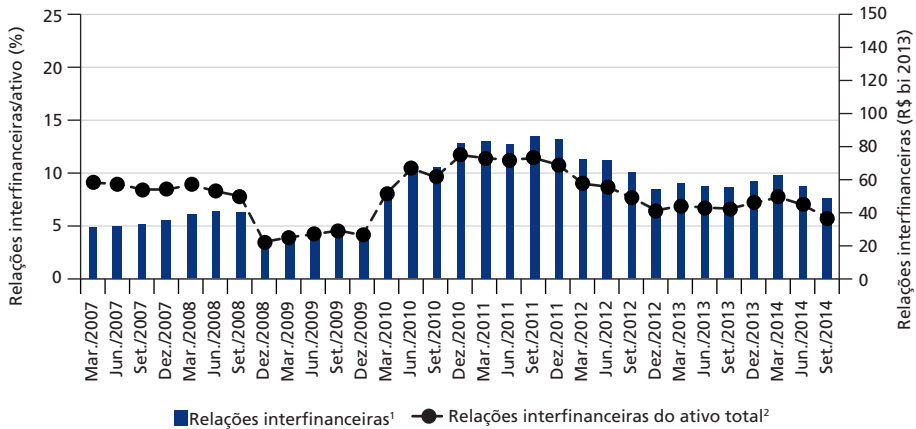


GRÁFICO D.5
Santander

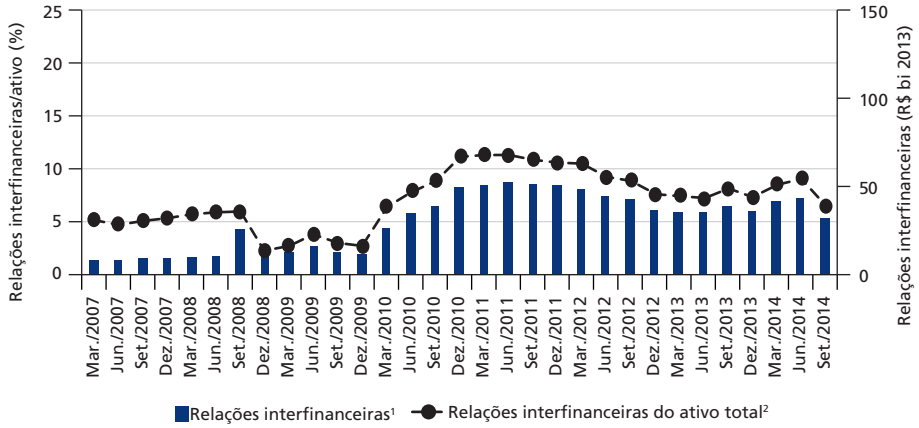
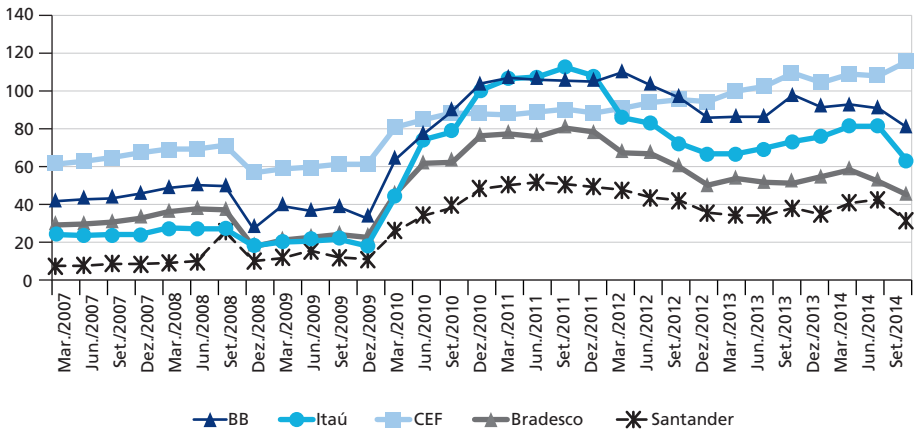


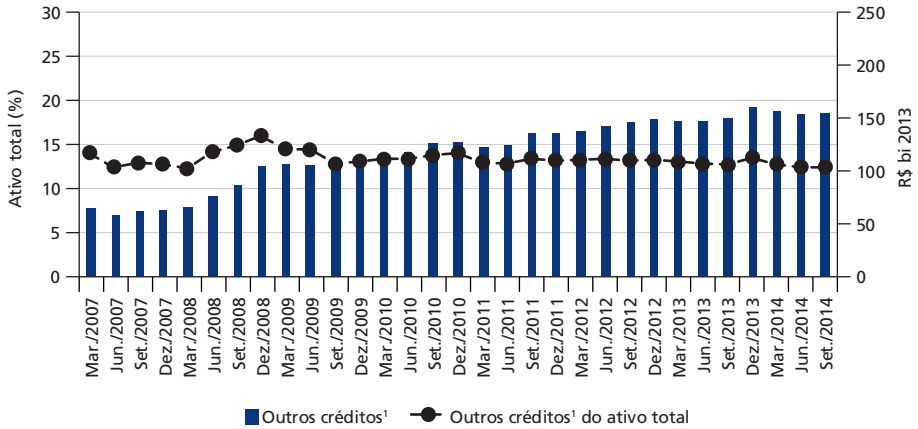
GRÁFICO D.6
Relações interfinanceiras
(Em R\$ bilhões de 2013)



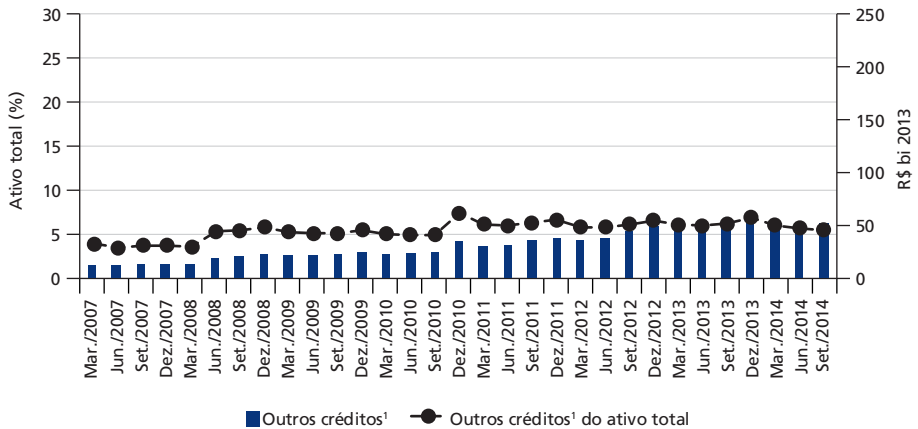
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

ANEXO E

TOP 5: OUTROS CRÉDITOS (MAR./2007-SET./2014)

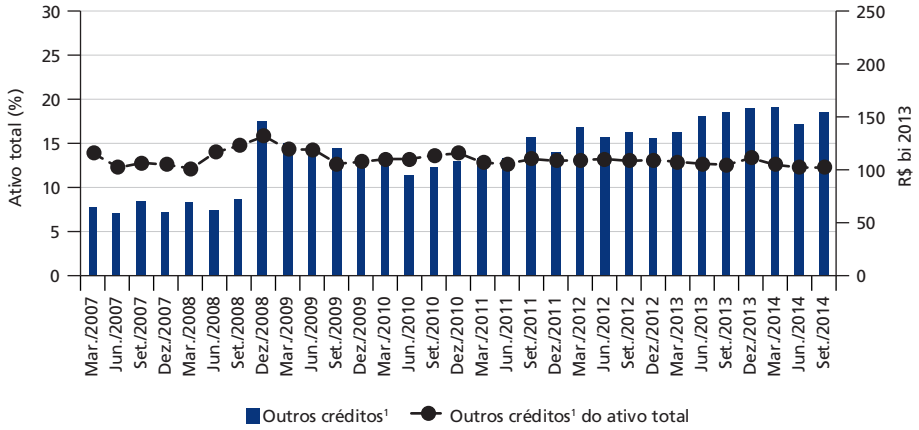
GRÁFICO E.1
Banco do Brasil

Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO E.2
CEF

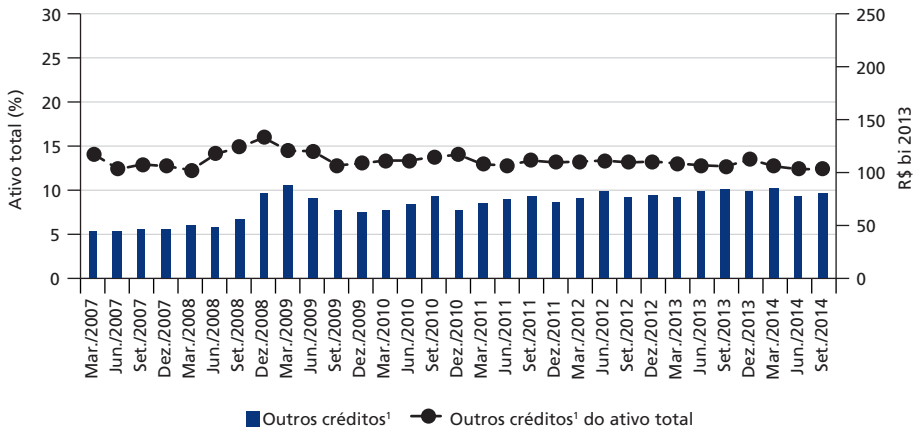
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO E.3
Itaú-Unibanco



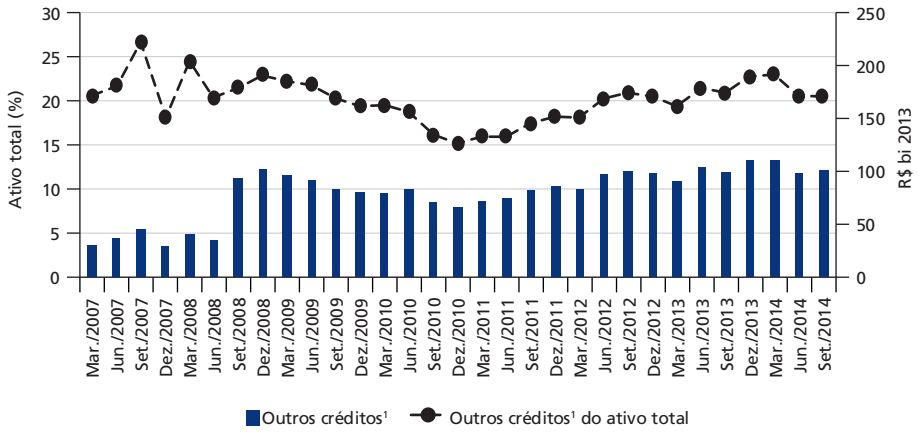
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO E.4
Bradesco



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO E.5
Santander

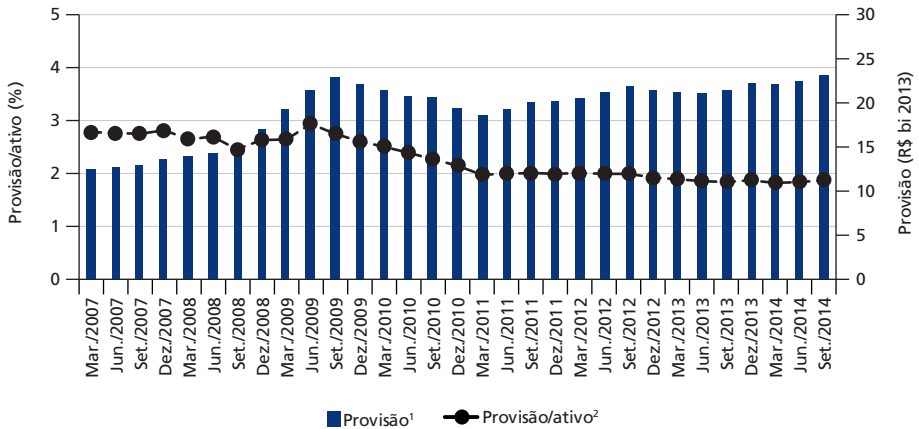


Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

ANEXO F

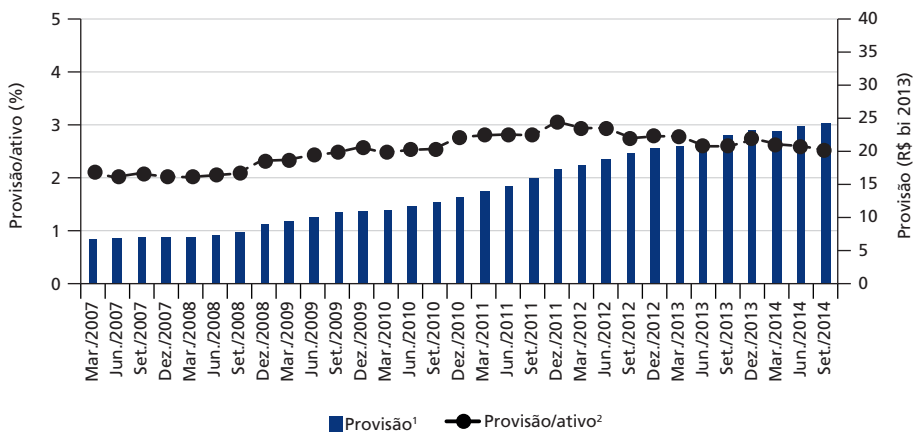
PROVISÃO PARA CRÉDITO DE LIQUIDAÇÃO DUVIDOSA (MAR./2007-SET./2014)

GRÁFICO F.1
Banco do Brasil



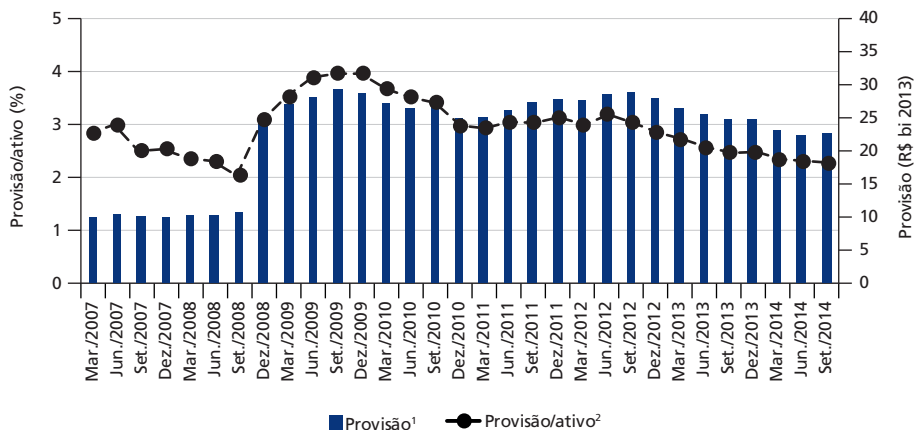
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO F.2
CEF



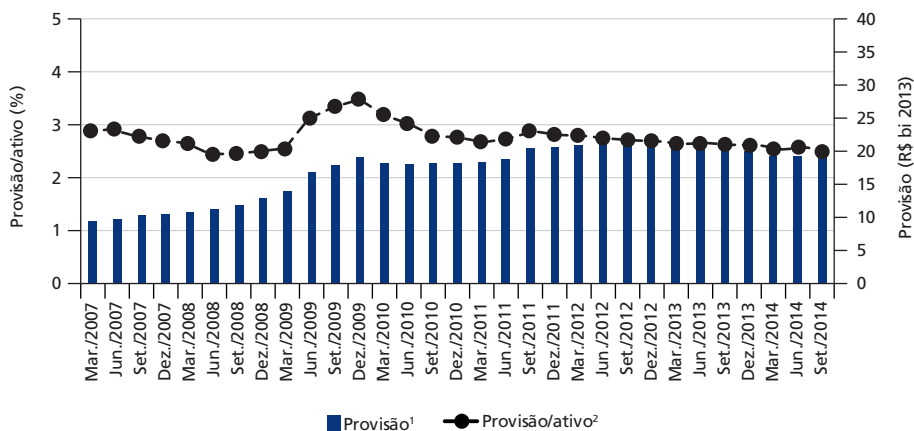
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO F.3
Itaú-Unibanco



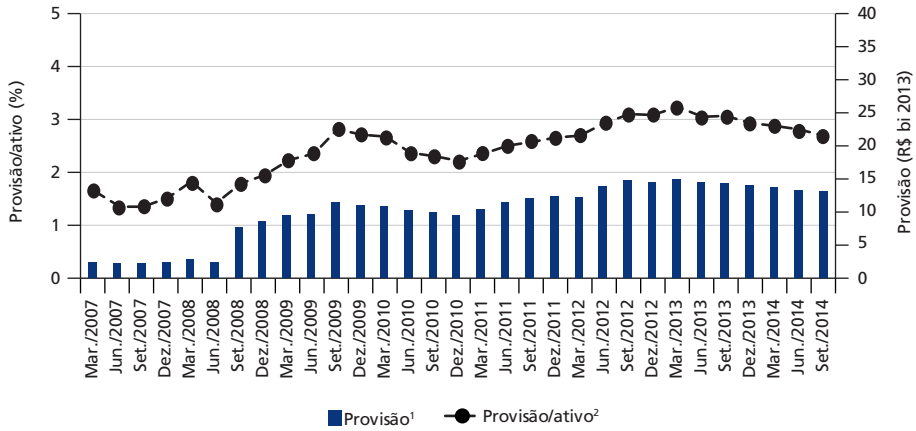
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO F.4
Bradesco



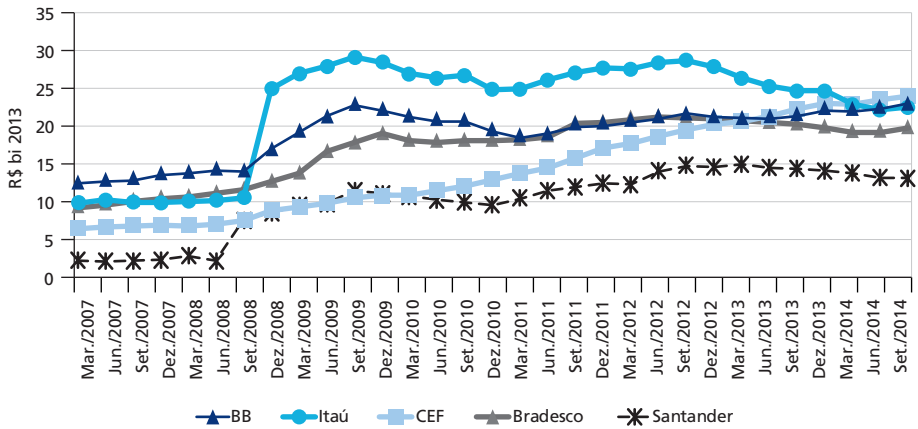
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO F.5
Santander



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

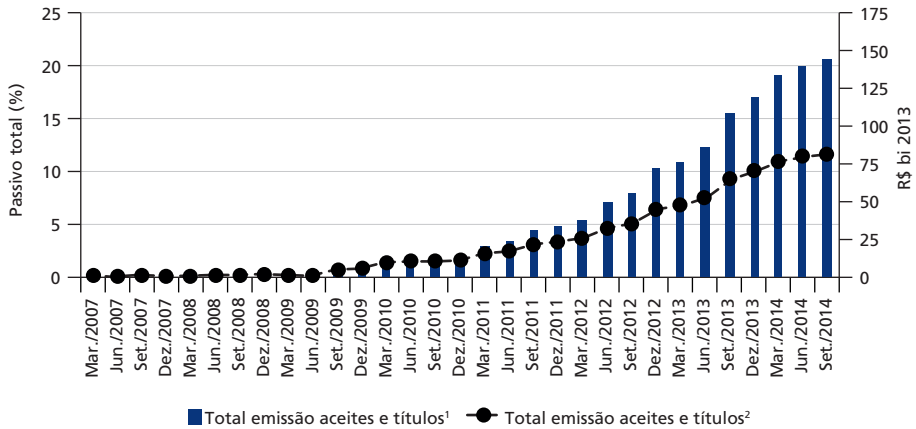
GRÁFICO F.6
Provisão para crédito de liquidação duvidosa
(Em R\$ bilhões de 2013)



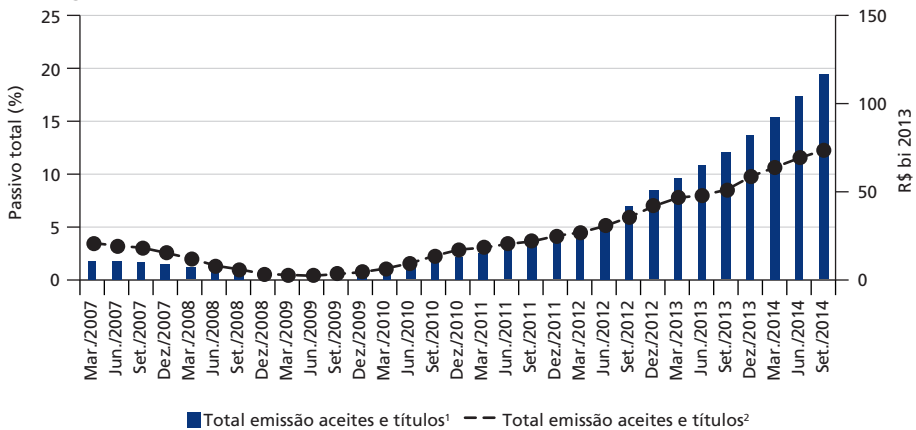
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

ANEXO G

TOP 5: EMISSÃO DE ACEITES E TÍTULOS (MAR./2007-SET./2014)

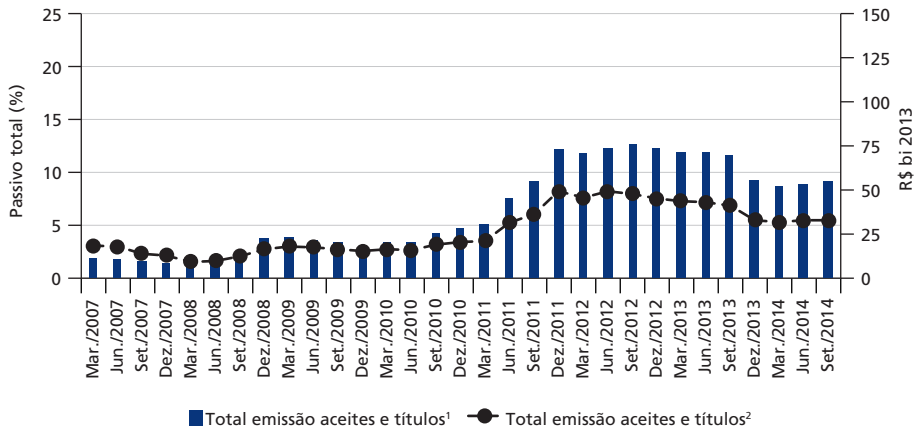
GRÁFICO G.1
Banco do Brasil

Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO G.2
CEF

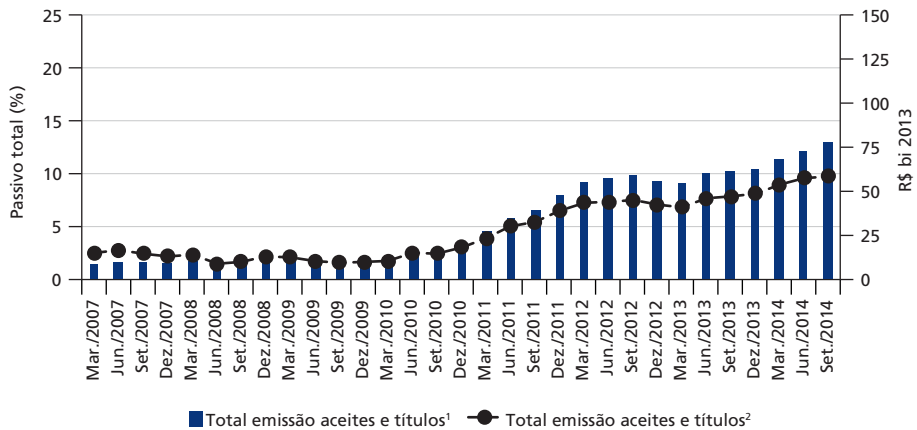
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO G.3
Itaú-Unibanco



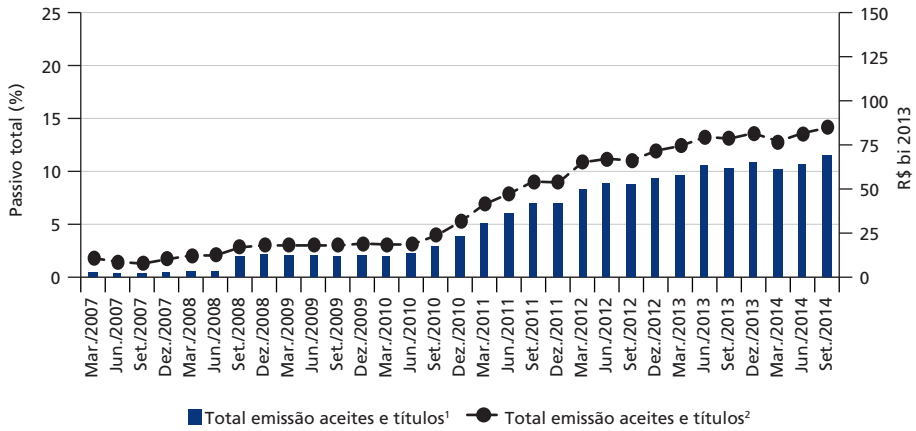
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO G.4
Bradesco



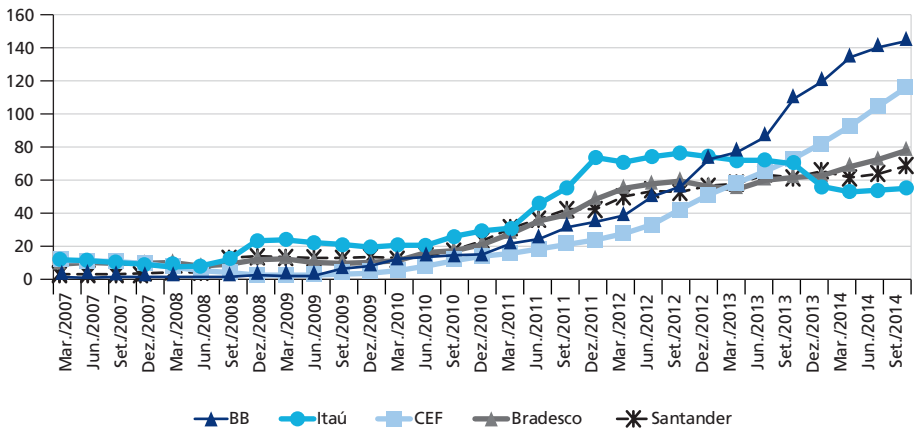
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO G.5
Santander



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO G.6
Total emissão de aceites e títulos
(Em R\$ bilhões de 2013)

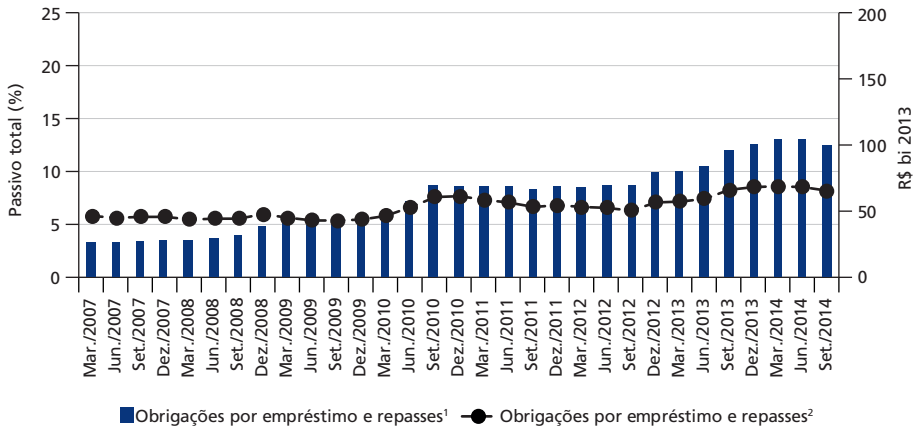


Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

ANEXO H

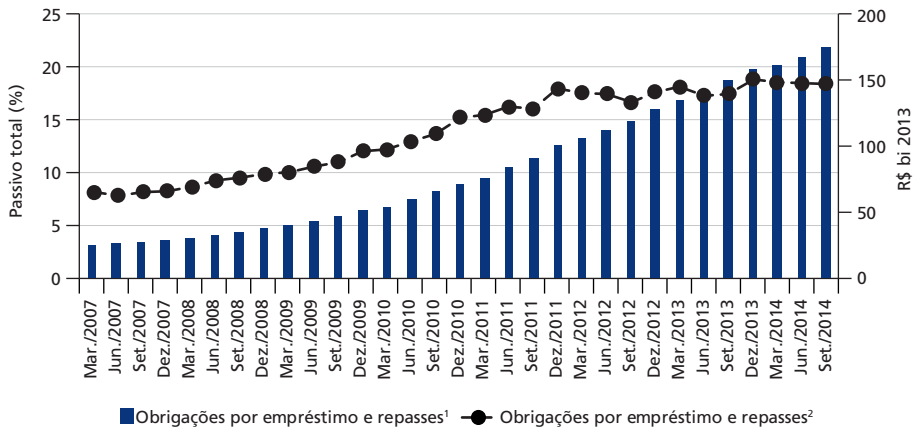
TOP 5: OBRIGAÇÕES POR EMPRÉSTIMOS E REPASSES (MAR./2007-SET./2014)

GRÁFICO H.1
Banco do Brasil



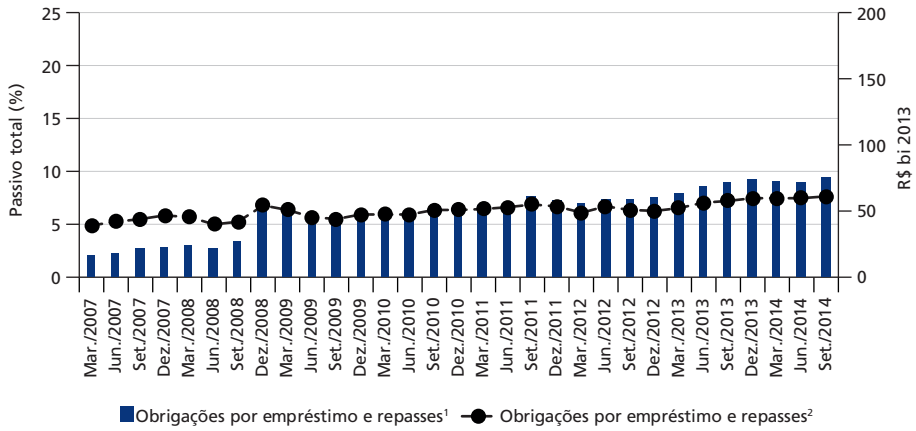
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO H.2
CEF



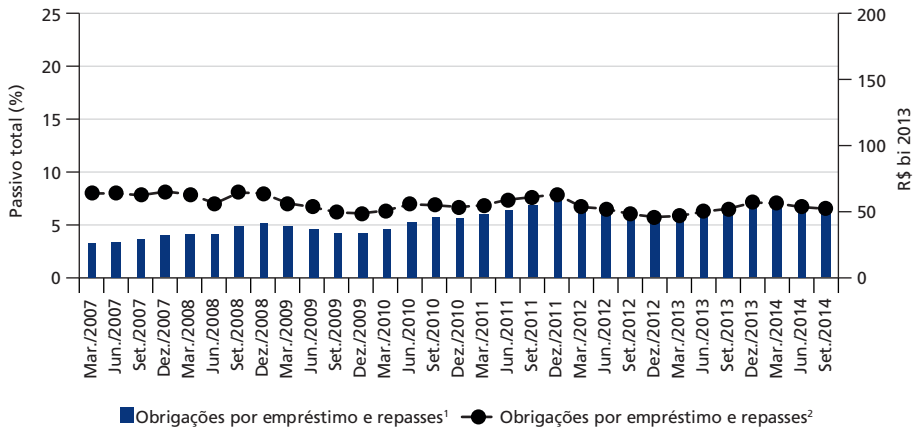
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO H.3
Itaú-Unibanco



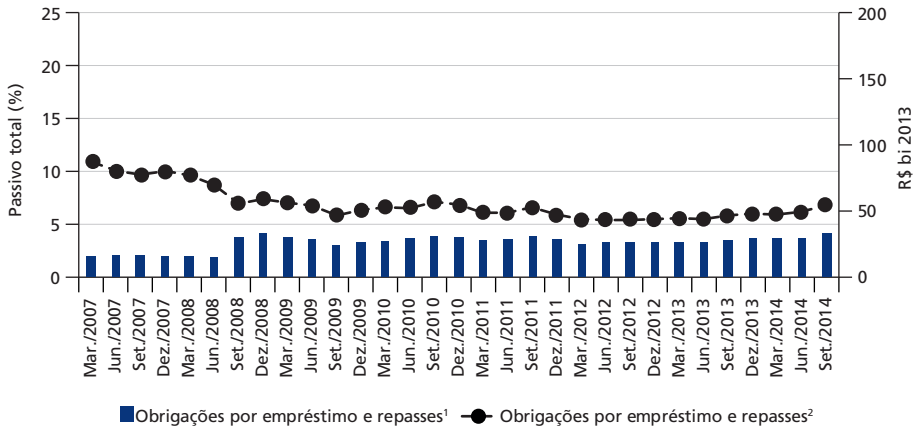
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO H.4
Bradesco



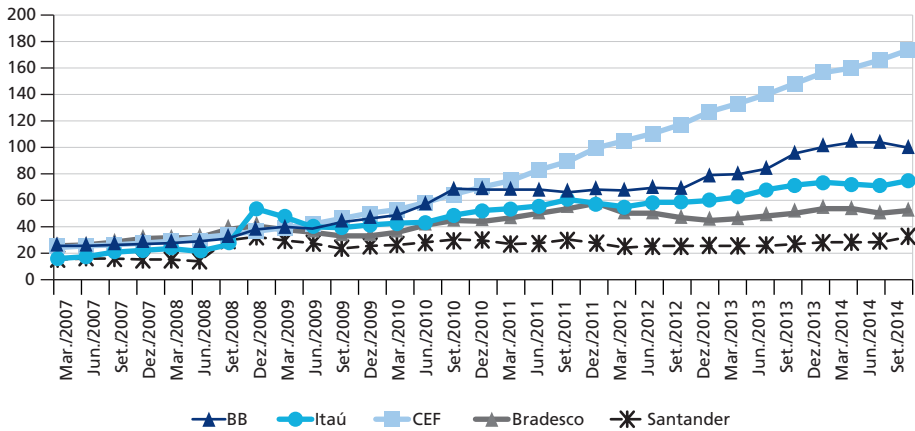
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO H.5
Santander



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO H.6
Total emissão de aceites e títulos
(Em R\$ bilhões de 2013)



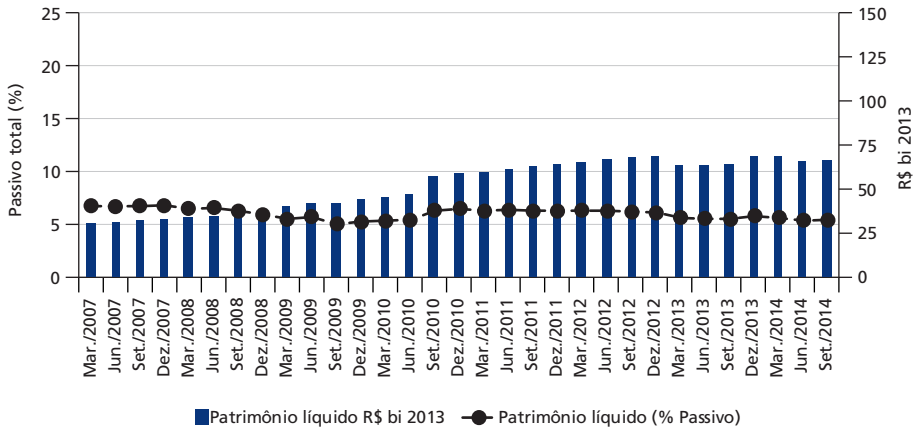
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

ANEXO I

TOP 5: PATRIMÔNIO LÍQUIDO (MAR./2007-SET./2014)

GRÁFICO I.1

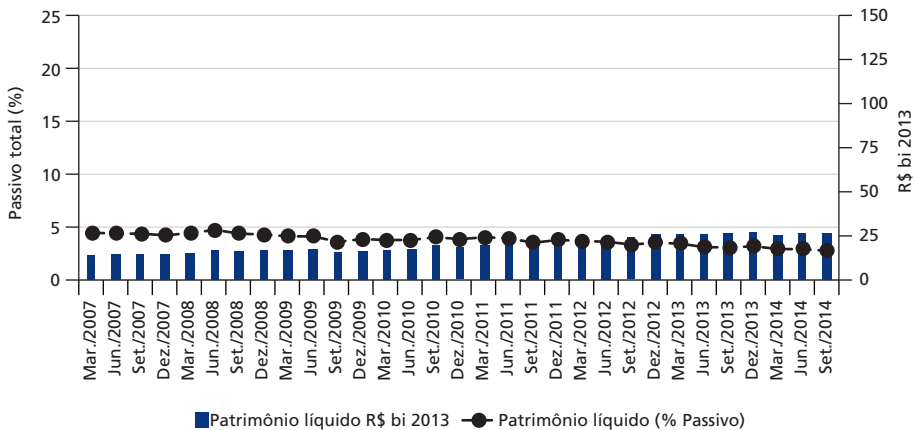
Banco do Brasil



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

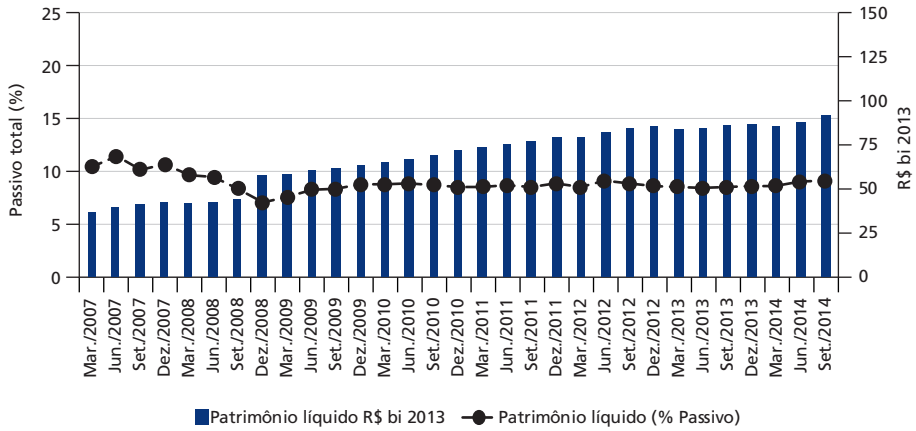
GRÁFICO I.2

CEF



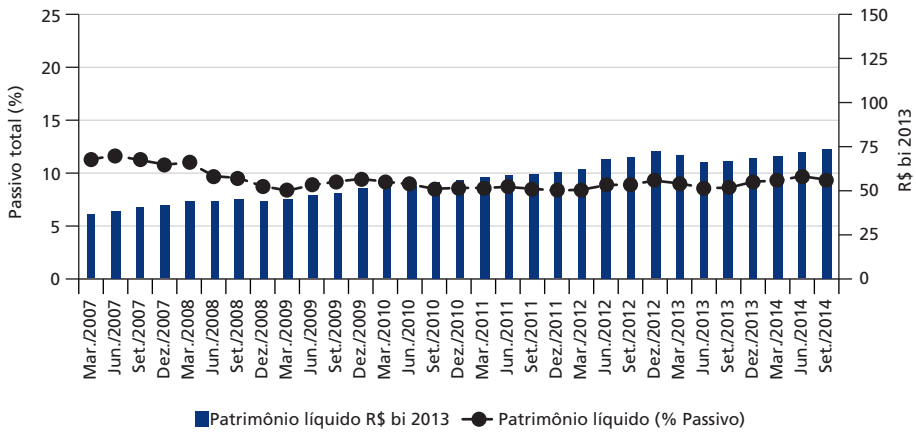
Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO I.3
Itaú-Unibanco

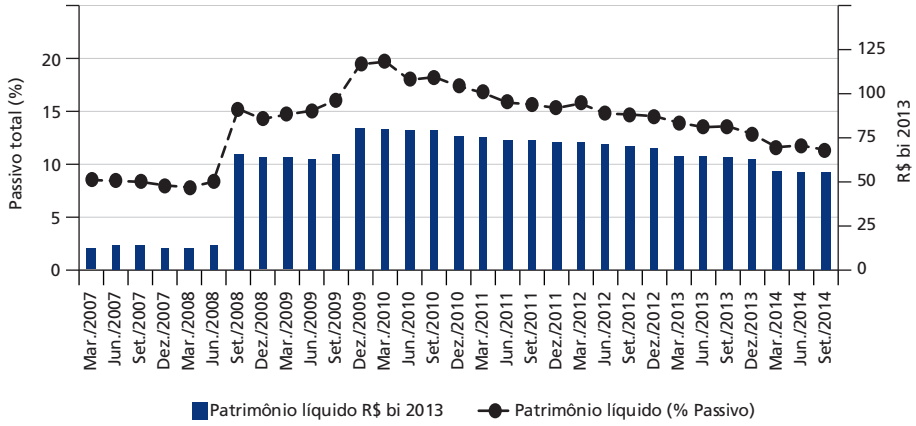


Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO I.4
Bradesco



Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

GRÁFICO I.5
Santander

Fonte: BCB. "50 maiores bancos". Deflator: IPCA.
Elaboração do autor.

FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL: INSTITUCIONALIDADE E DECISÕES DE ALOCAÇÃO DE RIQUEZA (2008-2014)

Adriana Nunes Ferreira¹

1 INTRODUÇÃO

Este texto pretende apresentar as principais características de um segmento importante do mercado financeiro brasileiro: os fundos de investimento, que compõem, juntamente com as seguradoras e os fundos de pensão, os investidores institucionais ou, nos termos de Minsky (1989), os *money managers*.

Há ao menos três dimensões correlatas nesta análise. A primeira é a da institucionalidade dos fundos, o que envolve a compreensão de sua regulação que define as modalidades de fundos existentes no Brasil. A segunda é a evolução da composição da carteira de ativos destes agentes. E, por fim, a terceira é a da origem dos recursos geridos por estas instituições. A respeito da relevância atual deste tema, Belluzzo (2009, p. 277) ressalta:

as alterações ocorridas ao longo das três últimas décadas na estrutura da riqueza capitalista e na operação dos mercados financeiros tornaram mais complexa a trajetória das economias e mais contraditória a gestão dos Bancos Centrais. O maior peso da riqueza financeira na riqueza total foi acompanhado pela concentração crescente da massa de ativos mobiliários sob controle “coletivista” dos fundos mútuos, fundos de pensão e fundos de *hedge*. Os administradores desses fundos ganharam poder na definição de estratégias de utilização da poupança e do crédito.

A precisa identificação das estratégias de alocação da riqueza desses agentes torna-se, portanto, fundamental para que se compreendam os mecanismos de financiamento da economia. À possibilidade de os fundos servirem, em alguma medida, como canais de financiamento de longo prazo da economia brasileira; a segunda se refere ao potencial desestabilizador dos fundos de investimento. Este texto avançou na investigação das duas questões: no tocante à primeira delas, evidenciou-se que as estratégias dos gestores destes fundos são fortemente conservadoras, voltadas a resultados de curto prazo e com baixo risco, o que é reforçado em momentos de exacerbação da preferência pela liquidez. No que se refere ao

1. Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Pesquisadora bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

potencial desestabilizador dos fundos, uma análise ainda preliminar indica que a regulação severa dos fundos de investimentos no Brasil faz com que estes, aparentemente, não engendrem riscos sistêmicos, de forma distinta do que se observa nos *hedge funds* americanos.

Do ponto de vista metodológico, os dados são apresentados em dois recortes. O primeiro, denominado aqui de *fundos de investimento lato sensu* e adotado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima),² inclui os fundos de previdência abertos no total do setor. O segundo, denominado aqui de *fundos de investimento stricto sensu*, exclui os fundos de previdência do total das estatísticas do setor.

Este texto organiza-se da seguinte forma: a segunda seção traz uma visão geral da institucionalidade dos fundos de investimento, tanto no que tange à legislação e regulação do setor, como à organização e ao funcionamento destas instituições; a terceira seção analisará a evolução da composição e da dimensão dos fundos de investimento no período de 2008 a 2014. Na quarta seção, serão abordados os fundos de renda fixa e a atuação dos fundos de investimento no mercado de renda fixa. Esta seção será a mais desenvolvida entre as que tratam das diversas categorias de fundos, por concentrar as reflexões sobre a importante relação entre os fundos de investimento e a gestão da dívida pública mobiliária interna. Os fundos de ações e a atuação dos fundos de investimento no mercado de renda variável serão objeto da quinta seção; a sexta seção versará sobre os chamados *fundos estruturados*; a sétima sobre os fundos multimercado; na oitava seção, os dados referentes às carteiras das cinco maiores instituições gestoras de fundos no Brasil receberão uma análise preliminar; finalmente, reuniram-se as principais conclusões desta etapa da pesquisa, sob a forma de fatos estilizados.

2 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO: INSTITUCIONALIDADE

2.1 Legislação

Nesta seção, alinhavam-se os principais passos da estruturação do arcabouço regulatório do segmento de fundos de investimentos no Brasil.

Da constituição jurídica de suas bases até hoje, o setor de fundos de investimento passou por muitas reformulações. Esta seção do texto apresenta uma sintética perspectiva histórica da institucionalização deste setor no Brasil da sua origem, em 1965, até 2013.

2. A Anbima (instituição resultante da fusão da Anbid e da Andima, em 2009) surgiu, herdeira de duas instituições criadas ainda nos anos 1960, com os objetivos declarados de: 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.

A seção IX da Lei de Reforma do Mercado de Capitais (Lei nº 4.728/1965) trata das sociedades e dos fundos de investimento e determina que seria autorizado pelo Banco Central do Brasil (BCB) – criado pela Lei nº 4.595/1964 – o funcionamento das sociedades de investimento que visassem “I – a aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou; II – a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior”.

A regulamentação quanto aos tipos permitidos de fundos em condomínio e suas respectivas composições de portfólio ficaria a cargo do também recém-criado Conselho Monetário Nacional (CMN). Contudo, a Lei nº 4.728/1965 não versava apenas sobre a constituição dos fundos de investimento. Nos seus objetivos declarados, constava a tentativa de prover mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo à economia nacional.

Assim, a Lei nº 4.728/1965 dispunha sobre o sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários e, principalmente, sobre a regulamentação das ações (que passaram a ser endossáveis, além de nominativas) e das debêntures, papéis cuja circulação em um mercado organizado e dinâmico permitiriam o surgimento de um novo canal de financiamento privado. Os fundos em condomínio poderiam, em seguida, ser o veículo de coletivização do investimento por meio destes papéis.

Em conjunção com a reforma bancária e a instituição da correção monetária estaria montada a estrutura para a captação de recursos, ampliando as possibilidades de financiamento das unidades produtivas, o que à época era visto como um dos empecilhos a um novo ciclo de crescimento da indústria e da economia nacional. De acordo com Sochaczewski (1993, p. 310), o mercado de valores mobiliários foi totalmente reestruturado.

(O projeto) reformulava profundamente a constituição e funcionamento das bolsas, alterava a forma de negociação das ações, incentivava a abertura do capital, regulamentava os fundos de condomínio, etc. Em resumo, o projeto e a lei posteriormente aprovada eram basicamente alterações no sentido de permitir às empresas captarem recursos não exigíveis.

O Art. 50 da lei estabelecia que “Os fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários poderão converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado, (...), ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação” (Brasil, 1965). Além disso, dispunha sobre sua organização:

§1º A administração da carteira de investimentos dos fundos, a que se refere este artigo, será sempre contratada com companhia de investimentos, com observância das normas gerais que serão traçadas pelo Conselho Monetário Nacional.

§2º Anualmente os administradores dos fundos em condomínios farão realizar assembleia geral dos condôminos, com a finalidade de tomar as contas aos administradores e deliberar sobre o balanço por eles apresentado.

§3º Será obrigatório aos fundos em condomínio a auditoria realizada por auditor independente, registrado no Banco Central.

§4º As cotas de Fundos Mútuos de Investimentos constituídas em condomínio poderão ser emitidas em forma nominativa, endossável (Brasil, 1965).

A Lei nº 6.385/1976 estabeleceu a responsabilidade da nova autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda (MF) sobre a regulação e fiscalização do mercado de capitais em todo o território nacional. À Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram atribuídas diversas competências, exaradas do Art. 4º da referida lei. Estas competências podem ser agrupadas em dois grupos: fomento ao mercado e proteção ao investidor. Como exemplos de atribuições do primeiro tipo constavam:

I – estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais (...). Quanto à responsabilidade de proteção ao investidor: IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado (Brasil, 1976).

Desse modo, a CVM passava a ter competências regulatórias, fiscalizadoras, investigativas e punitivas. Ao CMN caberia a definição de políticas relativas à organização e ao funcionamento do mercado de valores mobiliários. Constava ainda, nesta lei, uma definição preliminar de fundo de investimentos: “fundo de investimento é uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio, destinada ao investimento em títulos e valores mobiliários, dividida em cotas ideais e administrada por entidade para tanto habilitada junto a autoridade competente.”

Outro passo importante no sentido da regulamentação do setor foi dado pela Resolução nº 1.779 do CMN, de 1990, que determinou a obrigatoriedade de registro de títulos que compunham a carteira dos fundos no Selic e no Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip).

As instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil somente poderão admitir em suas respectivas carteiras, e naquelas relativas aos fundos por elas administrados, títulos públicos e privados devidamente registrados, conforme o caso, no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic)

ou no Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), ou em qualquer outro sistema de custódia e de liquidação que venha a ser autorizado pelo Banco Central (CMN, 1990).

Com isso, a partir dessa data, todos os títulos de renda fixa públicos e privados em carteira dos fundos de investimento passaram a ter registro obrigatório. Ao garantir a divulgação das informações, este foi um instrumento fundamental na estruturação do sistema brasileiro de regulação.

A Resolução nº 2.451/1997 do CMN estabeleceu a segregação das atividades de administração de recursos de terceiros das demais atividades das instituições financeiras. O objetivo da lei era, em seus próprios termos.

Art. 1º – Estabelecer a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição.

Parágrafo único – A segregação de atividades referida neste artigo pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.

Art. 2º – Para efeito do disposto no Art. 1º, as instituições ali referidas devem designar membro da diretoria ou, se for o caso, sócio-gerente, tecnicamente qualificado, para responder, civil, criminal e administrativamente, pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros, bem como pela prestação de informações a eles relativas.

Parágrafo único - A designação de membro da diretoria ou sócio-gerente para responder pela gestão de recursos de terceiros deve recair sobre pessoa que não possua qualquer vínculo com as demais atividades da instituição (CMN, 1997).

Na prática, essa resolução deu um passo fundamental para a construção de regras salutaras de governança no caso de conglomerados financeiros: instituiu a *chinese wall*.

A partir da Lei nº 10.303/2001 (que altera a Lei nº 6.385/1976), a CVM passou a regular todos os fundos de investimento. Com efeito, até então, somente as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários (na prática, os Fundos de Investimento em Ações – FIA) eram consideradas valores mobiliários, e submetidas à supervisão e regulação da CVM. As cotas de fundos concentrados em títulos públicos (FIFs) não eram consideradas valores mobiliários, simplesmente porque títulos públicos não eram considerados valores mobiliários pela lei brasileira. Os FIFs eram, assim, supervisionados pelo BCB.

Pela Lei nº 10.303/2001, a existência de oferta pública de títulos de participação ou de dívida passou a ser o fator determinante na qualificação de um título ou contrato como valor mobiliário. Com o novo regime, todas as cotas de fundos de investimento ofertadas publicamente, independentemente do ativo predominante

do fundo, passaram a ser valores mobiliários. Assim, a CVM passou a ter competência para regular e supervisionar todos os fundos de investimento cujas cotas sejam ofertadas publicamente. Além disso, a lei conferiu independência normativa à CVM, que passou a ser a única entidade com poder de editar normas sobre valores mobiliários (Trindade, 2012).

Em 2004, após a crise da marcação a mercado ocorrida em 2002,³ a CVM divulgaria a Instrução CVM nº 409/2004, pilar da legislação sobre o setor em vigor até os dias de hoje. Em seu Art. 1º, lê-se: “A presente instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento definidos e classificados nesta instrução” (CVM, 2004).

Em seu Art. 2º, está a definição vigente de fundos de investimentos: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta instrução”.

O objetivo principal da instrução foi unificar a regulamentação dos fundos de renda fixa e de renda variável, oferecendo-se um tratamento uniforme no que tange às regras disciplinadoras dos fundos de investimento.

As principais mudanças trazidas pela Instrução CVM nº 409/2004 foram as seguintes.

- 1) Com a unificação da regulamentação, permitiu-se a constituição dos fundos de investimento sob a forma tanto de condomínio aberto quanto fechado (antes, os fundos de investimento regulados pelo BCB somente poderiam se constituir como condomínio fechado).
- 2) Possibilitou-se o registro automático de todas as categorias de fundos de investimento, desde que precedido do envio, pelo administrador, dos documentos necessários.
- 3) Permitiu-se que administradores de fundo de investimento contratem instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, autorizando-as a realizar a subscrição ou a aquisição de cotas do fundo, por conta e ordem de seus respectivos clientes.

3. Marcação a mercado, de acordo com o manual do Banco BM&F Bovespa, consiste “em registrar e apreçar todos os ativos, para efeito da valorização da carteira de investimento e cálculo de cotas de clubes e fundos de investimento, utilizando os preços dos negócios realizados no mercado”. Em 2002, o BCB editou uma série de circulares que determinaram aos fundos de investimento a marcação a mercado de seus ativos. Este ajuste, que primeiramente teria até o final de 2002 para ocorrer, foi antecipado pelo BCB para o final do mês de maio, para impedir que investidores mais experientes, prevendo perda no valor real dos fundos, retirassem seus recursos antes da efetiva implementação da marcação à mercado. A crise de confiança nos fundos se somou à conjuntura volátil – em função da proximidade das eleições – e causou um resgate de 15% do patrimônio líquido do setor.

- 4) Estabeleceu-se um patrimônio líquido mínimo para permitir a manutenção dos fundos abertos: cancela-se o registro do fundo aberto que mantiver patrimônio líquido médio diário inferior a R\$ 300 mil pelo período de noventa dias consecutivos.
- 5) Manteve-se o não estabelecimento de limite para operações compromissadas. Este foi um tema controverso. Na minuta da instrução submetida à audiência pública, pretendia-se restringir as operações compromissadas a 10% do patrimônio líquido do fundo de investimento e do fundo de investimento em cotas. Atendendo aos pleitos do mercado, a CVM manteve o não estabelecimento de limite. Estas operações são lastreadas em títulos públicos – em sua enorme maioria, federais – e constituem, como se verá adiante – parcela importante dos ativos dos fundos de investimentos.
- 6) Alterou-se o conceito de investidor qualificado, passando a considerar como tal as pessoas físicas ou jurídicas detentoras de investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio.
- 7) Permitiu-se que os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificados como *renda fixa* e *multimercado*, pudessem investir na aquisição de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e em cotas de fundos de investimento imobiliário (os chamados *fundos estruturados*), até o limite de 10% de seu patrimônio líquido, desde que tal possibilidade estivesse expressamente prevista no regulamento e prospecto respectivos.
- 8) Exigiu-se mais transparência na divulgação de informações (obrigatoriedade de prospectos, divulgação das informações aos cotistas por meio de carta ou *e-mail*).
- 9) Estabeleceram-se, de forma clara, as responsabilidades dos cotistas: eles responderiam por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, o que se estenderia a todas as categorias de fundos de investimento. Evidentemente, o administrador e o gestor continuariam sendo responsáveis perante os cotistas pela inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos em regulamento.
- 10) Vedaram-se resgates em casos de iliquidez dos ativos componentes da carteira do fundo. A ideia foi proteger os próprios cotistas de saídas desordenadas em momentos de crise. Com a nova instrução, o administrador poderia declarar o fechamento do fundo para a realização de resgates, sendo obrigatória a convocação de assembleia geral extraordinária, no prazo

máximo de um dia, para, em quinze dias, definir os rumos do fundo: *i)* substituição do administrador, do gestor ou de ambos; *ii)* reabertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgate; *iii)* possibilidade do pagamento de resgate em títulos e valores mobiliários; *iv)* cisão do fundo; ou *v)* liquidação do fundo.

- 11) Classificaram-se os fundos em nova abertura, com sete tipos conforme a composição de sua carteira.

A constante atualização da regulação do setor é evidente pelo número de instruções que se seguiram à Instrução CVM nº 409/2004 alterando-a ou complementando seu conteúdo: foram nove no total até 2013.

A Anbima, enquanto fórum de debate e consulta pública aos participantes do mercado de capitais brasileiro, divulga súmulas legislativas a respeito da regulação proveniente da CVM e define códigos de conduta e de autorregulação do setor.

A autorregulação é um tema que surgiu com força no início dos anos 2000 como resultado da pressão dos agentes do setor para aproximar mais a regulação aos desígnios deles próprios. A resposta da CVM foi ao encontro desta demanda: “A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo-se a necessidade de intervenção do órgão regulador”.⁴

Assim, ainda que a CVM permaneça como instância última reguladora, a autorregulação parece ter se tornado um traço marcante do mercado de capitais nacional.⁵ A participação ativa dos agentes do mercado na própria regulamentação do setor ficou evidente na reformulação da Instrução CVM nº 409/2004. Coube à Anbima, após diálogo com o mercado e com os entes reguladores, definir a pauta do que era chamado à época de *nova 409*.

Após aproximadamente seis meses de discussões e manifestações de agentes públicos e privados às audiências públicas da CVM sobre o tema da mudança regulatória, editou-se a Instrução CVM nº 555/2014, em 14 de dezembro, que entrou em vigor em outubro de 2015. Embora ultrapasse o período aqui contemplado, é importante mencionar as principais mudanças introduzidas por esta instrução.⁶ Os principais destaques constam a seguir.

4. Nota explicativa da Instrução CVM nº 38, de 13 de setembro de 1984. Esta instrução “dispõe acerca do exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários – compreendendo a auditoria independente das companhias abertas, dos grupos de sociedades que incluam companhia aberta e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários”. Disponível em: <<http://migre.me/v2gFk>>.

5. Essa tendência remonta aos anos 1990 em âmbito internacional.

6. Para a redação final dessa instrução, ver: <<http://migre.me/v2gKM>>. Sobre a Instrução CVM nº 555/2014, ver também Ragazzi (2014).

- 1) Redução das categorias de fundos de sete tipos para quatro: fundos de ações, renda fixa (inclusive fundos de curto prazo), multimercado e de investimento no exterior. Esta última terá como subcategorias os fundos cambiais e de dívida externa.
- 2) Elevação do limite para investimentos dos fundos de varejo no exterior dos atuais 10% para 20% do patrimônio nos fundos de renda fixa e de ações. O limite para investidores qualificados dobrou para 40%. Além disso, foi criado um fundo específico que permitirá ao investidor qualificado aplicar 100% no exterior.
- 3) Modificação do conceito de investidor qualificado, que passou a se referir ao investidor cujas aplicações financeiras superem R\$ 1 milhão, contra R\$ 300 mil na regra anterior. A categoria *investidor superqualificado* (titular de investimentos com aplicação mínima de R\$ 1 milhão na Instrução CVM nº 409/2004) teve sua classificação alterada para *investidor profissional* sendo exigido um valor total em aplicações superior a R\$ 10 milhões.
- 4) Criação de fundos restritos a investidores qualificados e investidores profissionais. Esses últimos, notadamente, terão permissão para aplicar 100% dos seus recursos no exterior.
- 5) Criação de um fundo de investimento de baixo custo e risco com a prerrogativa de ser uma opção à aplicação na caderneta de poupança:⁷ trata-se do *fundo simples* que terá, obrigatoriamente, de investir 50% de seu patrimônio em títulos públicos federais, sendo que o restante do portfólio poderá ser aplicado em títulos emitidos por instituições financeiras com avaliação de risco de crédito no mínimo equivalente ao soberano.

Uma vez que um dos objetos deste texto é analisar os fatores que condicionam a tomada de decisão dos detentores da riqueza no país, e se parte aqui da premissa de que o ambiente institucional, ao lado dos condicionantes macroeconômicos, tem um papel fundamental, vale lançar um olhar sobre a Lei nº 12.431/ 2011, que teve como objetivo incentivar o financiamento de longo prazo da economia.⁸ A lei prevê incentivo por meio do estabelecimento de benefícios tributários a investidores – especialmente pessoas físicas – nos chamados *projetos prioritários*, tanto nas aplicações sem a intermediação de fundos de investimento, quanto naquelas feitas por meio de fundos de investimento ou fundos de cotas.

7. Para mais informações, ver: <<https://goo.gl/8BBm4i>>.

8. Para mais detalhes, ver Torres Filho e Macahyba (2012) e Freitas (2011).

Os principais pontos da Lei nº 12.431/2011 são os seguintes.

- 1) Redução da alíquota do imposto de renda (IR) incidente sobre títulos e valores mobiliários de renda fixa, a partir de 1ª de janeiro de 2011, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificados como instituições financeiras e regulamentados pela CVM ou o CMN, quando pagos, creditados ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior (exceto em países que não tributem a renda ou a tributem em alíquota máxima inferior a 20%). Ou seja, trata-se de mais uma possibilidade de investimento para não residentes sujeito à alíquota zero de IR, assim como ocorre com títulos públicos adquiridos a partir de julho de 2006, desta vez em debêntures. Importante notar que os títulos e valores mobiliários objetos do benefício fiscal devem ser *de longo prazo*: ter prazo médio superior a quatro anos, prazo de pagamento periódico de rendimentos, se houver, com intervalo de no mínimo 180 dias, vedação à recompra do papel pelo emissor nos primeiros dois anos após sua emissão e inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador. Além disso, deve haver comprovação de que o ativo tenha sido negociado em mercados regulamentados de valores mobiliários e, por último, mas não menos importante, “procedimento simplificado”⁹ que demonstre a destinação dos recursos captados a “projetos de investimento”, entre os quais se incluem aqueles voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação.
- 2) As debêntures emitidas por Sociedade de Propósito Específico (SPE) constituída para o financiamento de projetos de investimentos na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados prioritários (*debêntures de projetos prioritários*) devem ter seus rendimentos tributados à alíquota zero, quando adquiridos por pessoas físicas, e à alíquota 15%, exclusivamente na fonte, quando auferidos por pessoa jurídica. Se as pessoas jurídicas integrantes do SPE deixarem de desenvolver projetos considerados prioritários, ficam sujeitas a multas de 20% sobre o total do valor de emissão das debêntures.
- 3) Especialmente no que toca às pessoas físicas, a ideia era que esta seria mais uma alternativa de aplicação isenta de IR, ao lado das Letras Hipotecárias (LHs), Letras de crédito Imobiliário (LCIs), Letras de crédito Agrícola (LCAs), e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Certificado

9. Esse procedimento foi regulamentado posteriormente por meio de uma resolução do CMN. Trata-se da inclusão, no prospecto e no anúncio de início de distribuição pública dos títulos e valores mobiliários sujeitos ao benefício fiscal, de informações descritas de maneira sucinta e completa, sobre o compromisso de alocar os recursos obtidos com a emissão desse país em projetos de investimentos.

de Depósito Agropecuário (CDA) e outros papéis ligados ao agronegócio – criados em 2004 (Lei nº 11.033/2004).

- 4) No que tange especificamente aos fundos de investimentos, seus cotistas têm seus rendimentos tributados pelo IR à alíquota zero, desde que se tratem de fundos de investimento que apliquem no mínimo 85% do valor de seu patrimônio líquido nas debêntures de projetos prioritários; também terão seu rendimento isento cotistas de fundos de investimento em cotas de fundo de investimento que alocuem 95% de seus recursos em cotas dos fundos de investimento acima mencionados. Os beneficiários podem ser tanto pessoas físicas residentes no Brasil quanto pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliados no exterior conforme regras estabelecidas na lei.
- 5) Se os fundos de investimento deixarem de atender à exigência de aplicar em debêntures de projetos prioritários, deverão ser liquidados ou transformados em outra modalidade de fundo de investimento.
- 6) A lei ainda criou um novo tipo de fundo de investimento em participações, o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (FIP-PD&I). Estes são constituídos na forma de condomínio fechado e têm por objetivo o investimento em novos projetos, em território nacional, desenvolvidos por SPE e voltados à produção econômica intensiva em PD&I. As pessoas físicas investidoras nesses fundos passaram a gozar de isenção tributária sobre rendimentos auferidos no resgate das cotas e nos ganhos auferidos na alienação de cotas em bolsa de valores ou fora dela. Além disso, os fundos de investimento em Participações de Infraestrutura (FIP-IE) também passaram a ser objeto dos mesmos benefícios tributários. O número mínimo de cotistas destes fundos ficou estabelecido em cinco (antes era de dez, para os FIP-IE), e ampliou-se de 20% para 40% o limite máximo de cotas emitidas pelos FIP-IE e pelos FIP-PD&I que podem ser detidas por cada cotista.¹⁰
- 7) A lei ainda manteve a disposição introduzida pela MP nº 517/2011 de que a correção monetária do valor nominal de debêntures e Letras Financeiras (LFs) poderia ser efetuada com periodicidade igual àquela determinada para o pagamento periódico de juros, mesmo em período inferior a um ano. Esta disposição derroga as regras impostas pelo plano Real que vedava o pagamento de correção monetária para esses papéis em periodicidade inferior a um ano. Na prática, isto aumenta muito a atratividade das LFs.

10. Esperava-se, assim, que aumentasse essa modalidade de fundos diretamente ligada ao financiamento de infraestrutura e produção econômica ligada à pesquisa, tecnologia e inovação.

2.2 Forma de organização dos fundos

Esta seção traz dois tipos de informação fundamentais para que se possam compreender os dados que serão disponibilizados e analisados adiante: a organização típica de um fundo de investimentos (seção 2.2.1) e a tipologia dos fundos definida pela Instrução CVM nº 409 (seção 2.2.3).

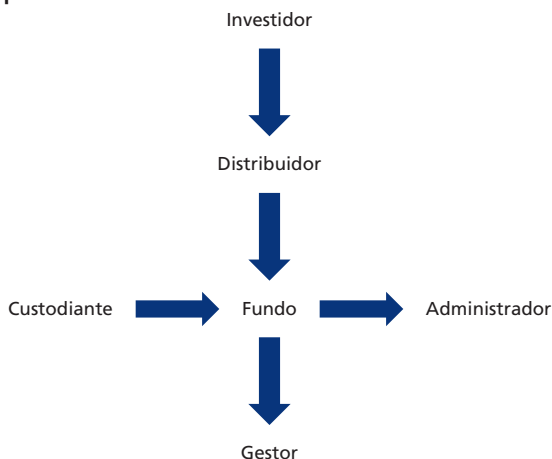
2.2.1 Organização típica de um fundo

Um fundo de investimentos é organizado sob a forma de condomínio, sendo seu patrimônio dividido em cotas, cujo valor é calculado diariamente por meio da divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo. O patrimônio líquido, 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. Assim, as cotas são frações do valor do patrimônio líquido do fundo.

A figura 1 exhibe a estrutura típica de um fundo de investimento.

FIGURA 1

Estrutura típica de um fundo de investimento



Fonte: CVM (2014).
Elaboração da autora.

Investidor: é o proprietário da riqueza que será aplicada.

A Anbima e outras fontes primárias de dados utilizam a seguinte classificação para os detentores de investimento em fundos:

- investidores institucionais: um grande grupo composto pelas entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) públicas e privadas, seguradoras, capitalização e fundos de investimento;

- varejo: investidor individual de baixa renda, geralmente ligado a este tipo de investimento pelas redes dos bancos comerciais;
- varejo alta renda: investidor individual de uma faixa de renda superior – os que seriam classificados como clientes preferenciais nos bancos comerciais – que têm acesso aos fundos tanto pelos bancos comerciais como por meio de corretoras e assessores financeiros; a Anbima divulga dados do varejo e do varejo alta renda agregados.
- *private*: clientes individuais de altíssima renda. Em geral, estão concentrados em bancos de investimento ou nos nichos dos bancos comerciais que se diferenciaram do varejo para administrar o patrimônio deste tipo de investidor;
- *corporate*: investidor pessoa jurídica, tanto as grandes companhias quanto o *middle market*, segmento que compreende as empresas com faturamento anual de até R\$ 1 bilhão;
- poder público: composto basicamente pelos investidores do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), os fundos previdenciários que administram os recursos dos servidores públicos da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios;
- investidor estrangeiro: para efeito da divisão apresentada, não são diferenciados os investidores estrangeiros individual, empresa ou institucional;

Distribuidor: responsável pela captação de recursos junto aos investidores, ou seja, é o encarregado pela venda das cotas do fundo de investimento, tornando-se o elo entre o gestor e o cotista. O distribuidor pode ser o próprio administrador ou terceiros contratados por ele.

Administrador: pode reter todas as atividades para as quais esteja autorizado, exceto a de auditoria. Responsável pelo funcionamento do fundo, controlando todos os prestadores de serviço. Pode contratar em nome do fundo os seguintes prestadores de serviço: gestão (de carteira); consultoria de investimentos; tesouraria, controle e processamento de títulos e valores mobiliários; distribuição de cotas; escrituração da emissão e resgate das cotas; custódia; classificação de risco por agência especializada.

Gestor: função que pode ser delegada pelo administrador a terceiros autorizados a administrar carteiras. O gestor é responsável pela compra e venda dos ativos do fundo (gestão) segundo política de investimento estabelecida em regulamento. Na prática, é ele que toma as decisões de alocação de riqueza.

Custodiante: responsável pela “guarda” dos ativos do fundo, podendo ele ser indicado no regulamento ou atuar por delegação do administrador. Responde pelos dados e pelo envio de informações dos fundos para os gestores e administradores.

Auditor: função independente e obrigatória, sendo também necessária autorização da CVM para o exercício da atividade.

Todos os envolvidos no funcionamento dos fundos devem ser autorizados pela CVM.

2.2.3 Tipologia dos fundos

Uma primeira grande diferenciação dos fundos diz respeito a sua natureza aberta ou fechada.¹¹

Nos fundos abertos, é permitida a entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos, assim como é permitida a saída de cotistas, por meio de resgates de cotas, isto é, mediante a venda de ativos do fundo para a entrega do valor correspondente ao cotista que efetuou o resgate, total ou parcial, de suas cotas.

Nos fundos fechados, a entrada e a saída de cotistas não são permitidas. Após o período de captação de recursos pelo fundo, não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas (embora possam ser abertas novas fases de investimento, conhecidas no mercado como *rodadas de investimento*). Além disso, também não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista, que tem que vender suas cotas a terceiros se quiser receber o seu valor antes do encerramento do fundo.

Os fundos fechados também podem ser registrados para negociação de cotas em mercados administrados pela BM&FBovespa. Assim, quando um cotista pretende comprar ou vender cotas de um fundo fechado, como os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) ou Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), por exemplo, pode enviar suas ordens por uma corretora para o sistema de negociação da BM&FBovespa no qual a cota esteja registrada.

Os fundos abertos normalmente são constituídos para existir por tempo indeterminado, ao contrário dos fechados, que podem ter tempo determinado, ao final do qual os ativos são vendidos, os cotistas recebem o valor total de suas cotas e o fundo é encerrado, o que pode ocorrer também com os fundos abertos.

11. Para mais detalhes, consultar CVM, Portal do Investidor. Disponível em: <<http://migre.me/v2huc>>.

QUADRO 1

Fundos 409: as sete categorias de fundos regulamentadas pela Resolução nº 409/2004 da CVM

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

Fonte: CVM (2004).

Elaboração da autora.

Importa, ainda, notar que o imposto de renda incidente sobre as aplicações é cobrado de forma diferenciada nas várias modalidades de fundos (tabela 1).

Nos fundos de renda fixa, a cobrança depende fundamentalmente dos prazos de aplicação. O IR é cobrado sobre os rendimentos no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano, e recebe o apelido de *come-cotas*, uma vez que reduz a quantidade de cotas dos investidores.

Os fundos de curto prazo têm alíquota base de 20% e os fundos de longo prazo de 15%. O cálculo da diferença entre a alíquota recolhida semestralmente

e a devida é realizado no momento do resgate, conforme o prazo que os recursos permanecem aplicados.

Nos fundos de ações, em contrapartida, não há cobrança semestral de IR. O rendimento tem tributação de 15% somente no momento do resgate.

TABELA 1
Alíquota do IR – fundos de renda fixa
(Em %)

Fundos de curto prazo			
Prazo de aplicação	Alíquota semestral	Alíquota complementar	Total
Até 180 dias	20,0	2,5	22,5
De 181 a 360 dias	20,0	0,0	20,0
Fundos de longo prazo			
Prazo de aplicação	Alíquota semestral	Alíquota complementar	Total
Até 180 dias	15,0	7,5	22,5
De 181 a 360 dias	15,0	5,0	20,0
De 361 a 720 dias	15,0	2,5	17,5
Acima de 720 dias	15,0	0,0	15,0

Fonte: Cartilha de Fundos de Investimento – Banco do Brasil. Disponível em: <<http://migre.me/v2hOQ>>. Elaboração da autora.

3 PANORAMA GERAL DO SETOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO (2008-2014)

A evolução do setor de fundos de investimento no período em tela tem como pano de fundo o efeito contágio da crise financeira internacional, com exacerbação da preferência pela liquidez internacional; um novo *boom* de fluxo de capitais e de *commodities* a partir do segundo semestre de 2009; as diversas inflexões sofridas pela gestão macroeconômica, com impactos nos preços-chave, taxa de juros e de câmbio, que tiveram importante impacto na gestão da riqueza.

Um primeiro ponto importante a destacar é que o Brasil figura, em 2014, na sétima colocação mundial, em termos de total de ativos geridos pelo setor de fundos de investimentos, e em primeiro lugar entre os países emergentes (tabela 2).

TABELA 2
Total de ativos geridos por fundos de investimentos
(Em US\$ milhões)

País	2010	2011	2012	2013	2014	posição no ranking
Mundo	24.711.508	23.801.209	26.844.414	30.047.406	31.381.245	
Américas	13.599.181	13.534.659	15.147.007	17.173.504	18.012.199	
Brasil	980.448	1.008.928	1.070.998	1.018.641	989.542	7
Canadá	636.947	753.606	856.504	940.580	981.803	8
Chile	38.243	33.425	37.900	39.291	44.166	
Costa Rica	1.470	1.266	1.484	1.933	2.092	

(Continua)

(Continuação)

Pais	2010	2011	2012	2013	2014	posição no ranking
México	98.094	92.743	112.201	120.518	119.504	
Trinidad e Tobago	5.812	5.989	6.505	6.586	7.121	
Estados Unidos	11.832.988	11.631.894	13.052.230	15.034.776	15.852.341	1
Europa	7.903.389	7.220.298	8.230.059	9.374.830	9.576.475	
Áustria	94.670	81.038	89.125	90.633	83.522	
Bélgica	96.288	81.505	81.651	91.528	90.211	
Bulgária	302	291	324	504	496	
Croácia					2.058	
República Tcheca	5.508	4.445	5.001	5.131	5.563	
Dinamarca	89.800	84.891	103.506	118.702	121.092	
Finlândia	71.210	62.193	73.985	88.462	86.621	
França	1.617.176	1.382.068	1.473.085	1.531.500	1.391.271	5
Alemanha	333.713	293.011	327.640	382.976	359.867	
Grécia	8.627	5.213	6.011	6.742	5.256	
Hungria	11.532	7.193	8.570	12.158	11.375	
Irlanda	1.014.104	1.061.051	1.276.601	1.439.867	1.547.343	4
Itália	234.313	180.754	181.720	215.553	238.327	
Liechtenstein	35.387	32.606	31.951	36.235	28.875	
Luxemburgo	2.512.874	2.277.465	2.641.964	3.030.665	3.208.264	2
Malta		2.132	3.033	3.160	3.522	
Países baixos	85.924	69.156	76.145	85.304	75.751	
Noruega	84.505	79.999	98.723	109.325	112.223	
Polónia	25.595	18.463	25.883	27.858	26.098	
Portugal	11.004	7.321	7.509	9.625	8.564	
Romênia	1.713	2.388	2.613	4.000	4.932	
Rússia	3.917	3.072			-	
Eslováquia	4.349	3.191	2.951	3.292	4.183	
Eslovênia	2.663	2.279	2.370	2.506	2.553	
Espanha	216.915	195.220	191.284	248.234	274.049	
Suécia	205.449	179.707	205.733	252.878	279.094	
Suíça	261.893	273.061	310.686	397.080	407.890	
Turquia	19.545	14.048	16.478	14.078	15.292	
Reino Unido	854.413	816.537	985.517	1.166.834	1.182.184	6
Ásia e Pacífico	3.067.323	2.921.276	3.322.198	3.356.204	3.646.276	
Austrália	1.455.850	1.440.128	1.667.128	1.624.081	1.601.132	3
China	364.985	339.037	437.449	460.332	708.884	10
Índia	111.421	87.519	114.489	107.895	134.630	
Japão	785.504	745.383	738.488	774.126	780.636	9
Coreia do Sul	266.495	226.716	267.582	285.173	312.150	
Nova Zelândia	19.562	23.709	31.145	34.185	41.560	
Paquistão	2.290	2.984	3.159	3.464	4.156	
Filipinas	2.184	2.363	3.566	4.662	5.078	
Taiwan	59.032	53.437	59.192	62.286	58.049	
África	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	
África do Sul	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	

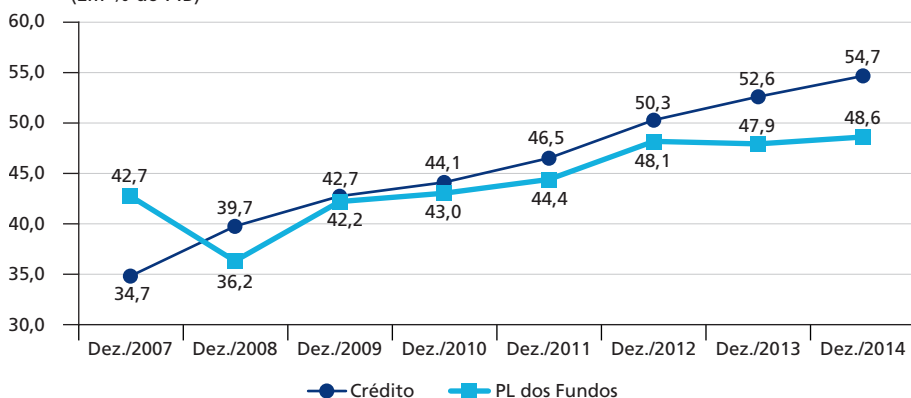
Obs.: no fim do período.

Para que se tenha uma ideia da importância do setor, vale observar que o total de recursos administrados pelo setor se equipara, em termos de porcentagem do produto interno bruto (PIB), ao montante de crédito da economia (gráfico 1).

GRÁFICO 1

Crédito e patrimônio líquido dos fundos de investimentos

(Em % do PIB)



Fonte: BCB e Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

O período de 2008 a 2014 registrou um enorme crescimento do segmento de fundos de investimento no Brasil. A tabela 2 registra expressivo incremento do número de fundos de investimento e de fundos de cotas (fundos que investem em fundos de investimentos) entre dezembro de 2008 e dezembro de 2014, período no qual a média de crescimento do número de fundos foi de 10,1% ao ano (a.a.).

TABELA 3

Evolução do número de fundos de investimentos *lato sensu* e fundos de cotas (2008-2014)

	Fundos de investimento	Fundos de cotas	Total	Crescimento anual (%)	Crescimento acumulado (%)
Dez./2008	4.201	4.046	8.247	–	–
Dez./2009	4.772	4.027	8.799	6,69	6,69
Dez./2010	5.673	4.528	10.201	15,93	23,69
Dez./2011	6.662	4.743	11.405	11,80	38,29
Dez./2012	7.352	5.210	12.562	10,14	52,32
Dez./2013	8.207	5.934	14.141	13,00	71,50
Dez./2014	8.704	5.865	14.569	3,02	76,65

Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

No acumulado do período, o total do número de fundos cresceu 76,7%. Importante ressaltar que os fundos de investimento cresceram 95%, percentual bem maior que o registrado no caso dos fundos de cotas, de 47%. É razoável

supor que isto reflita a opção por um padrão de gestão mais ativo por parte dos investidores. Em termos de patrimônio líquido, o crescimento, no período, foi de quase 49% no recorte incluindo os fundos de previdência abertos e de 37% excluindo-os do total (tabela 3).

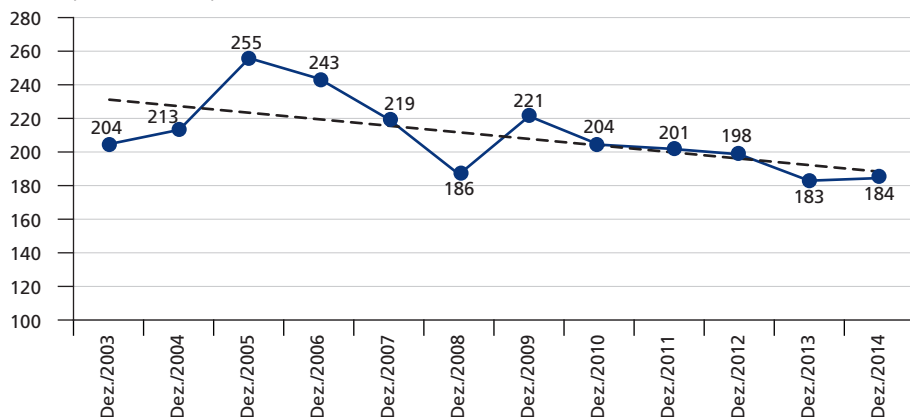
TABELA 4
Patrimônio líquido dos fundos de investimento (2008-2014)
(Em R\$ milhões)

Ano	Patrimônio líquido	Patrimônio líquido – sem fundos de previdência	Variação do patrimônio líquido (%)	Variação do patrimônio líquido 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	7,00	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 ([s.d.].a).
Elaboração da autora.
Obs.: Valores constantes de maio de 2014.

Logo, a variação acumulada do número de fundos foi muito superior à observada pelo patrimônio líquido deste setor. Com efeito, no Brasil, há grande número de fundos exclusivos fechados, o que explica que, se tomarmos o patrimônio líquido por número de fundos como *proxy* de concentração do setor, tenha se verificado uma queda de concentração no setor (gráfico 2).

GRÁFICO 2
Proxy de concentração do setor de fundos de investimento – patrimônio líquido/número de fundos (2003-2014)
(Em R\$ milhões)



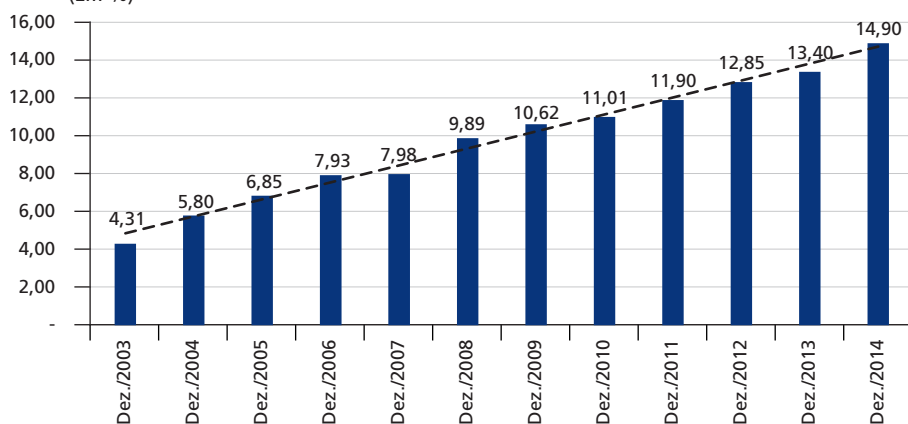
Fonte: BCB e Anbima ([s.d.].a).

Vale a pena observar que a participação dos fundos de previdência no patrimônio total do que se convencionou chamar de *a indústria de fundos*,¹² tem crescido de forma acentuada desde 2003. A partir de entrevista realizada,¹³ foi possível perceber que as aplicações em fundos de previdência têm sido apresentadas aos investidores, pelos próprios gestores de fundos, como uma alternativa rentável, e que goza de importantes vantagens tributárias. O gráfico 3 mostra o aumento desta participação de 4,3%, em 2003, para 8%, em 2007, e 14,9%, em 2014.

GRÁFICO 3

Participação do patrimônio líquido dos fundos de previdência no total do setor de fundos de investimento (2003-2014)

(Em %)



Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

Antes de adentrar a análise da composição da carteira dos fundos de investimento – que serão apresentados, em sua maior parte no recorte *stricto sensu*, isto é, excluindo os fundos de previdência – ao longo do período, vale a pena apontar os principais *players* (ou principais instituições gestoras) do setor em maio de 2015, último dado disponível.¹⁴ Salta aos olhos a grande concentração de recursos geridos em poucos agentes: os cinco maiores gestores administram mais de 60% dos recursos aplicados em fundos de investimentos (tabela 4).

12. Termo que será evitado neste texto, e substituído por *setor*.

13. Com Patrícia Magaldi, Itau Private Banking.

14. Considera-se aqui como principais *players* as principais gestoras de fundos 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, donos desta riqueza.

TABELA 5

Ranking de gestores de fundos de investimentos – total de ativos geridos e porcentagem do total de ativos do setor (maio de 2015)

Ordem	Gestor	Total R\$ milhões	%
1	BB-DTVM S/A	581.123,9	21,2
2	Itaú Unibanco S/A	414.662,7	15,1
3	Bradesco	363.221,9	13,2
4	Caixa	198.728,7	7,2
5	Banco 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	HSBC	89.877,1	3,3
8	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	Sul América 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 (2016).
Elaboração da autora.

A variação anual do patrimônio líquido dos fundos de investimentos observa grande amplitude no período em tela. Depois de queda em 2008 e excepcional recuperação em 2009, o crescimento manteve um patamar elevado nos anos de 2010 a 2012 – período de queda dos juros – para sofrer importante redução em 2013 e 2014. Ao longo do período, houve também movimentação significativa de recursos entre as categorias de fundos, como mostra a tabela 5.¹⁵

O início da série reflete o recuo das aplicações frente à crise financeira global de 2008, inflexão totalmente revertida já no ano seguinte. Em 2008, devido à forte queda dos preços dos ativos no exterior, os fundos *off shore* registraram maior queda de patrimônio líquido (-40%), como seria de se esperar. No biênio 2009-2010, o patrimônio líquido dessa categoria de fundos cresceu expressivamente, como reflexo de dois movimentos: a alta dos preços dos ativos decorrente das políticas

15. No anexo B, encontram-se esses dados, na forma de gráfico, com série iniciando-se em 2003.

monetárias contracíclicas nos países centrais e o aumento da captação, expressão da busca dos investidores por ganhos de capital em razão da expectativa de aumento desses preços a partir de patamares muito baixos. Contudo, a partir de 2011, em função da crise do euro, esses fundos voltam a apresentar redução em seu patrimônio líquido, com exceção do ano de 2012, quando o alívio dessa crise após ações do Banco Central europeu teve efeitos positivos sobre o mercado financeiro internacional. Note-se que a participação dos fundos *off shore* é muito pequena no total do patrimônio líquido do setor de fundos de investimentos em todo o período analisado (tabela 6).

Também considerando o total do período, a categoria de fundos com maior crescimento médio de patrimônio líquido foi o de participações (39,7%), seguido dos cambiais (26,4%) e dos *outros* – que incluem, como categoria mais importante, os fundos imobiliários (17,9%). Os fundos de participação foram beneficiados pela Lei nº 12.431 quando relativos a alguns setores prioritários, o que possivelmente impulsionou as aplicações. A captação líquida acumulada desta categoria de fundos, no período em tela, foi de R\$ 86 trilhões, respondendo por 19,8% do total, o maior percentual entre todas as categorias de fundo (tabela 7). Como as aplicações líquidas foram positivas em todos os anos, é razoável supor que essa categoria de fundos proporcionou retornos positivos aos investidores, estimulando o aporte de recursos ano após ano, inclusive em 2014 quando a maioria dos fundos registrou saída líquida de recursos.

É possível perceber que os fundos cambiais apresentam um crescimento muito volátil, reflexo, em grande parte, da instabilidade do contexto internacional, que abriu possibilidades de ganhos especulativos. Em 2013, ocorreu um enorme aumento do patrimônio líquido desta categoria de fundos decorrente, sobretudo, da depreciação do real (bem como de outras moedas de economias emergentes) provocada pela sinalização, do Federal Reserve (Fed), de que iniciaria o processo de desmontagem da política de afrouxamento quantitativo ainda em 2013. Em 2014, o patrimônio líquido desta categoria de fundos continuou a crescer acima de todas as demais, pela mesma razão, visto que a captação líquida foi insignificante (tabela 7).

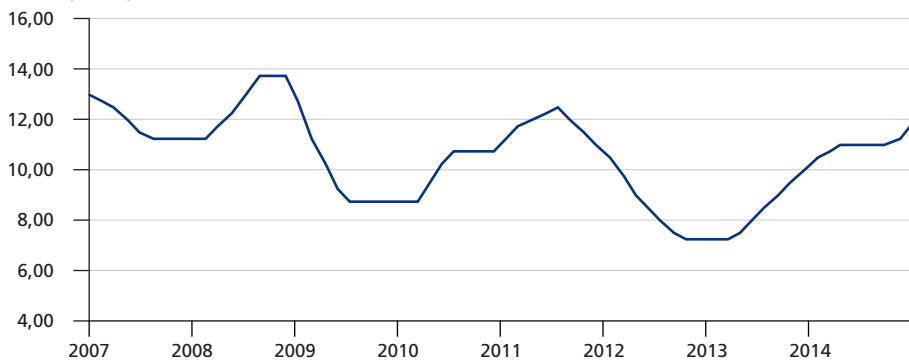
Além da trajetória da taxa de câmbio, a evolução da taxa de juros também teve papel decisivo nas decisões de alocação de recursos dos gestores dos fundos de investimento. De agosto de 2011 a outubro de 2012, a redução da meta da taxa Selic (gráfico 4) se refletiu em um aumento expressivo do patrimônio dos fundos estruturados, especialmente os fundos imobiliários (FIIs), que gozam de vantagens tributárias, e surgiram como alternativa a outras modalidades de aplicação em imóveis, em um momento de grande aquecimento deste mercado.¹⁶

16. Os rendimentos são isentos até que os cotistas negociem suas cotas em mercado secundário.

A reversão da queda (estabilidade até março 2013 e crescimento a partir de abril de 2013) não tirou, até fins de 2014, o ímpeto das aplicações nesses novos produtos financeiros. No entanto, em 2014, e como reflexo da queda de sua rentabilidade derivada da diminuição do ritmo de crescimento do setor de construção civil, o crescimento do patrimônio líquido desses fundos arrefeceu.

A queda da taxa Selic também teve impacto positivo na captação e no patrimônio líquido dos fundos de renda fixa, concentrados em títulos públicos prefixados, 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 patrimônio líquido total do setor de fundos *stricto sensu* atingiu o recorde de 35,8 % (tabela 6) em dezembro de 2012, justamente quando a taxa de juros básica encontrava-se em seu piso histórico (gráfico 4). Lançar-se-á um olhar mais atento a esta questão no próximo item, que versará especificamente sobre o segmento de renda fixa (seção 3).

GRÁFICO 4
Meta da taxa Selic (2007-2014)
(Em %)



Fonte: BCB. Disponível em: <<http://migre.me/v2ikV>>.
Elaboração da autora.

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

Vale notar, ainda, o aumento da participação dos chamados *fundos estruturados* – basicamente compostos de FIIs, fundos de participações (FIPs) e fundos de direitos creditórios (FDICs). Estes fundos serão tratados com mais detalhes na seção 6 deste texto, mas por ora vale apontar que, quando se somam as participações (FIP) com a categoria *outros* (composta em sua maior parte por FIIs e FDICs), nota-se uma importante elevação de sua participação do patrimônio líquido do setor de fundos – de 2,8% em dezembro de 2007 para 12,5% em dezembro de 2014, no conceito *stricto sensu* (tabela 6).

O gráfico 5 coteja o crescimento total no período e a contribuição ao crescimento do patrimônio líquido dos fundos de investimento (que consiste no crescimento no período ponderado pela participação de cada categoria de fundo), no recorte *stricto sensu*. A categoria de renda fixa, embora não tenha verificado um crescimento total no período tão significativo quanto outras (como a de curto prazo, de 194%) ou, especialmente, a de participações (614%), foi a categoria que teve a maior contribuição ao crescimento (34,6%), em razão de sua elevada participação no patrimônio líquido total. Fica claro, também, o dinamismo dos chamados *fundos estruturados* (FIPs e *outros* somam 34%). Os fundos referenciados DI (pós-fixados) constituem a terceira categoria de fundos com a maior contribuição ao crescimento (16,8%), e a multimercado a quarta (14,9%). O desempenho dos fundos referenciados DI, particularmente atrativos em razão pela alta da Selic, ao longo do ano de 2014, explica essa mudança de posição.

Os fundos de ações, por seu lado, destacam-se negativamente, obtendo tanto um crescimento negativo de seu patrimônio líquido no total do período e – dado seu peso no patrimônio líquido total do setor – contribuindo negativamente em 12% para o crescimento do setor.

Vale a pena destacar, no desenho do panorama geral do desempenho do setor de fundos de investimentos, o ano de 2014: o setor observou, nas palavras de vários gestores, uma “volta a 2008”,¹⁷ que havia sido o pior ano para o setor. A tabela 7 evidencia que, se subtraídos os fundos de previdência (ou seja, se adotarmos o recorte *stricto sensu*), o volume de resgates superou o de captação para quase todas as categorias de fundos e no total. Notáveis exceções são os fundos referenciados DI, que acompanharam o recrudescimento dos juros, e os fundos de participações. O resgate pronunciado em fundos de renda fixa aconteceu, na visão de vários analistas, em razão de uma falta de *educação financeira* dos investidores. Com efeito, eles teriam se assustado com o aumento dos juros e retirado os recursos destes fundos, concentrados em papéis com remuneração pré-fixada e indexados à inflação.¹⁸ Os aplicadores retiraram recursos destes fundos para direcioná-los ao referenciados DI (pós-fixados), e perderam a oportunidade de desfrutar de sua boa rentabilidade no período (tabela 8).

17. Ver texto de Seabra, disponível em: <<http://migre.me/tsQ6Q>>.

18. A esse respeito, ver Mattos, disponível em: <<http://migre.me/tsQ8r>>.

TABELA 6
Patrimônio líquido do setor de fundos por tipo – crescimento anual e médio
(Em %)

Período	Curto prazo	Referenciado DI	Renda fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off shore	Outros 2	PL total 1
Dez. 2007	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dez. 2008	21,28	(0,30)	(13,39)	(11,51)	1,50	(41,57)	10,29	-	(40,65)	36,24	(11,02)
Dez. 2009	32,72	9,39	14,97	27,83	(14,13)	49,54	35,70	59,93	115,90	25,88	26,4
Dez. 2010	8,68	(6,02)	11,09	8,06	19,20	1,84	11,01	53,49	4,47	4,73	7,0
Dez. 2011	23,79	3,99	25,97	(6,83)	1,94	(8,56)	19,45	57,07	(9,40)	38,02	10,6
Dez. 2012	11,67	3,13	7,37	10,21	(20,28)	3,63	16,84	15,99	6,51	(3,13)	8,2
Dez. 2013	14,81	8,77	(3,40)	0,11	160,86	(3,76)	7,48	34,49	(12,36)	21,87	3,1
Dez. 2014	4,87	22,60	1,36	(0,75)	35,94	(17,30)	16,41	17,47	(7,73)	1,42	4,6
Médio	16,83	5,94	6,28	3,87	26,43	(2,31)	16,74	39,74	8,11	17,86	7,0

Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Em milhões constantes de dezembro de 2014.

² Outros = FIEX + FIDC + IMOB + FEF.

Fiex – Fundos de Investimento no Exterior. Fundos que aplicam ao menos 80% de seu PL em títulos brasileiros emitidos no exterior.

TABELA 7
Patrimônio líquido do setor de fundos por tipo – PL sem previdência

Período	Curto prazo	Referenciado DI	Renda fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off shore	Outros 1	PL Total
Dez. 2007	2,59	15,82	32,58	25,84	0,07	16,85	-	-	3,44	2,80	100,0
Dez. 2008	3,61	18,11	32,39	26,24	0,08	11,30	-	1,56	2,34	4,38	100,0
Dez. 2009	3,82	15,79	29,69	26,75	0,05	13,48	-	1,99	4,04	4,39	100,0
Dez. 2010	3,90	13,93	30,96	27,13	0,06	12,88	-	2,86	3,96	4,32	100,0
Dez. 2011	4,40	13,24	35,63	23,09	0,05	10,76	-	4,10	3,28	5,44	100,0
Dez. 2012	4,60	12,76	35,75	23,79	0,04	10,42	-	4,45	3,26	4,93	100,0
Dez. 2013	5,15	13,54	33,70	23,23	0,10	9,79	-	5,84	2,79	5,86	100,0
Dez. 2014	5,25	16,14	33,22	22,43	0,14	7,87	-	6,67	2,50	5,78	100,0

Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Outros = FIEX + FIDC + IMOB + FEF.

Fiex – Fundos de Investimento no Exterior. Fundos que aplicam ao menos 80% de seu PL em títulos brasileiros emitidos no exterior.

TABELA 8
Captação líquida por tipo de fundo (2009-2014)
(Em R\$ milhões)

Categoria/ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Acumulado
Curto prazo	5.198,79	4.489,40	7.786,20	8.225,10	11.600,00	-4.065,18	5.539,05	33.234,31
Referenciado	-5.161,14	-10.095,40	-8.297,00	6.436,00	15.000,00	45.363,01	7.207,58	43.245,47
Renda fixa	9.586,71	38.432,00	80.006,00	9.391,10	-18.600,00	-40.803,07	13.002,12	78.012,74
Multimercados	35.611,39	27.511,40	-46.788,00	20.610,40	-6.000,00	-29.759,68	197,59	1.185,51
Cambial	50,60	241,10	-82,50	-222,50	1.200,00	335,30	253,67	1.522,00
Dívida externa	-175,96	90,10	40,10	60,20	400,00	-236,47	29,66	177,97
Ações	805,42	8.086,70	-1.399,00	5.508,10	2.800,00	-14.977,68	137,26	823,54
Previdência	23.344,55	19.308,30	25.350,00	35.012,60	22.700,00	32.005,46	26.286,82	157.720,91

(Continua)

(Continuação)

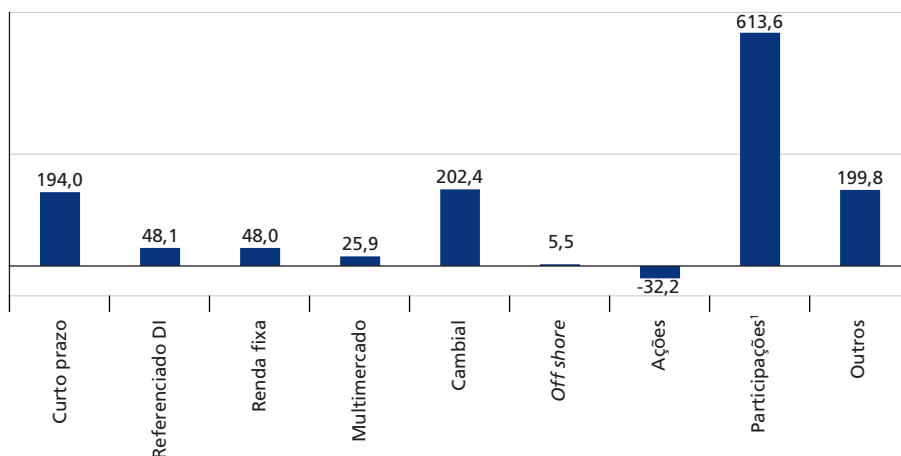
Categoria/ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Acumulado
FIDC	9.549,70	1.317,60	8.005,70	-5.299,70	14.100,00	-8.831,37	3.140,32	18.841,93
Participações	8.049,71	15.784,10	17.451,00	17.867,70	11.900,00	15.057,29	14.351,63	86.109,80
Exclusivo fechado	774,62	746,90	2.854,90	-10,50	4.800,00	4.847,25	2.335,53	14.013,17
Total geral	87.634,39	105.912,20	84.927,40	97.578,50	59.900,00	-1.065,15	72.481,22	434.887,34
Total sem previdência	64.289,84	86.603,90	59.577,40	62.565,90	37.200,00	-33.070,60	46.194,41	277.166,44

Fonte: Anbima ([s.d.]).

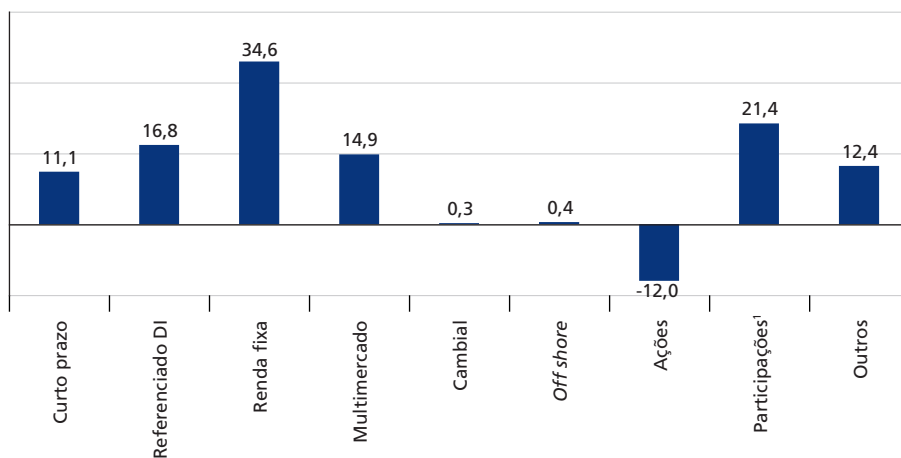
Elaboração da autora.

GRÁFICO 5 Crescimento e contribuição (Em %)

5A – Crescimento (dez. 2007-dez. 2014)



5B – Contribuição ao crescimento total (dez. 2007-dez. 2014)



Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Comparação com dezembro de 2008.

TABELA 9
Rentabilidade dos fundos por tipo (2008-2014)
 (Em %)

Tipo/ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Curto prazo	12,37	9,86	9,7	11,54	8,44	8,14	10,81
Referenciado DI	12,11	10,21	9,91	11,85	8,62	8,06	11
Renda fixa	12,85	10,48	11,71	12,48	12,42	5,45	11,51
Renda fixa - crédito livre	11,87	10,67	10,76	11,91	9,45	7,9	10,79
Balaceados	2,53	19,93	9,87	9,13	14,99	1,03	NC
Capital protegido	-0,3	13,99	9,75	-0,49	7,95	5,17	NC
<i>Long and short</i> - neutro	-	8,12	11,95	11,03	12,15	10,03	12,96
<i>Long and short</i> - direcional	-	8,46	11,11	11,23	13,32	10,2	7,86
Multimercados - macro	-	9,43	12,15	12,38	18,21	8,49	8,16
Multimercados - multiestratégia	-	5,06	12,05	9,54	14,43	6,68	9,91
Multimercados - multigestor	-	7,76	10,64	10,55	11,35	6,76	7,84
Multimercados - juros e moedas	-	5,16	10,83	12,51	11,51	5,1	10,44
Multimercados - estratégia específica	-	6,78	12,53	12,15	8,59	0,39	13,97
Ações Ibovespa ativo	-43,47	79,03	1,75	-15,26	14,36	-2,57	-3,64
Ações IBRX ativo	-43,17	74,53	2,06	-13,95	13,43	-3,67	-2,74
Ações setoriais	-28,48	50,11	2,58	-17,47	0,8	-7,99	NC
Ações small caps	-44,21	117,66	18,37	-16,5	22,01	-10,39	-9,34
Ações dividendos	-28,14	59,39	9,24	3,79	15,96	-3,14	-0,71
Ações livre	-37,8	74,81	11,54	-6,82	20,61	1,94	-1,29

Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Obs.: Rentabilidade dos fundos renda fixa-índice em 2014: 12,54%.

NC: não consta na abertura atual da Anbima.

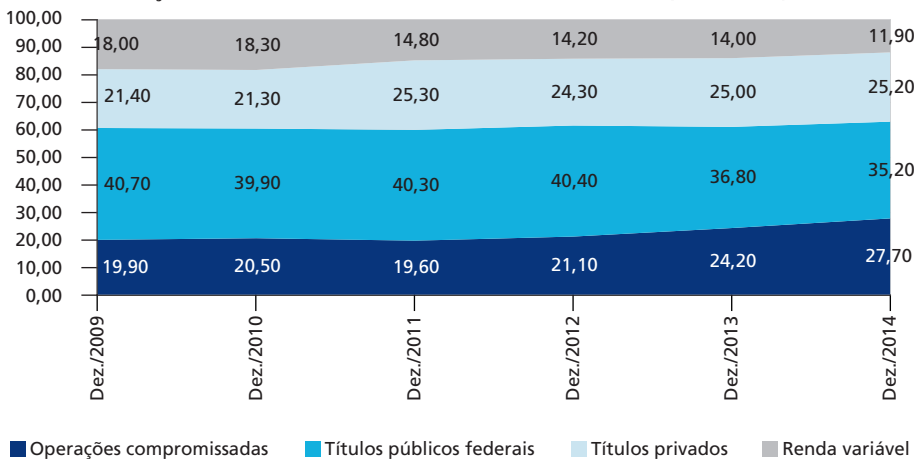
A tabela 8 mostra que os fundos de ações, que serão objeto da seção 4 deste texto, apresentaram rentabilidade negativa em boa parte do período aqui considerado. Após um ano excepcionalmente bom em 2007, o impacto da crise financeira em 2008 e do aprofundamento da crise da região do Euro elevou muito a preferência pela liquidez dos investidores e fez com que eles buscassem aplicações mais seguras, o que reduziu enormemente as captações, levando inclusive à ocorrência de resgate líquido em 2011 e, de forma pronunciada, em 2014 (tabela 7). A rentabilidade dessas aplicações acompanhou o ambiente geral de incerteza, sendo negativa em 2008, 2011, 2013 e 2014.

Um outro recorte pertinente, na análise do panorama geral do setor de fundos de investimentos, é a distribuição de seu patrimônio líquido entre as *diversas categorias de ativos* em distintas categorias: o gráfico 6 mostra que a participação da renda variável declinou, entre 2009 e 2014, de 18% para 11,9%. A participação dos títulos públicos federais, por sua vez, se manteve praticamente constante, observando, no entanto queda em dezembro de 2013 e dezembro de 2014 (cerca de 5 pontos percentuais – p.p.). Quando se somam as operações compromissadas, tem-se que os títulos públicos mais as operações compromissadas (ou seja,

operações lastreadas em títulos públicos) somam cerca de 60% do total de ativos do setor em todo o período. Quando cai a fatia denominada *títulos públicos*, aumenta na mesma proporção a das operações compromissadas. É importante notar que estas operações são realizadas entre fundos e bancos ou fundos e fundos – não envolvendo o BCB. Elas correspondem às “*repos*” e são utilizadas para aumentar a liquidez e a rentabilidade das carteiras. Ao longo do período, observa-se também um aumento da participação dos títulos privados (de 21,4% a 25,2%), o que será mais detalhado na seção 3.

GRÁFICO 6

Distribuição dos ativos do setor de fundos de investimento (2009-2014)



Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

Um último e fundamental recorte para a apreensão dos traços gerais do setor de fundos de investimentos é a distribuição do patrimônio líquido de fundo por *tipo de investidor*. 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 investimentos (participação acima de 39%). Os segmentos varejo, *private* e *corporate* apresentaram participações relativamente equilibradas (cerca de 15% cada) em 2014, tendo isto resultado, no período em tela, de uma queda dos segmentos de varejo e do *corporate*, e de um aumento de *private* (alta renda). O poder público, desde 2011, aumentou sua participação de 7,3% para 8,7%, enquanto os estrangeiros oscilaram cerca 0,5 p.p., alcançando em 2014 uma participação de 7,1%.

TABELA 10
Distribuição do patrimônio líquido do setor de fundos de investimento por segmento do investidor (2011-2014)

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

Fonte: Anbima (2016).

Elaboração da autora.

Obs.: Há uma descontinuidade nos dados entre 2010 e 2011.

A queda da participação do varejo tem sido motivo de preocupação entre vários analistas do setor. Ocorre que novos produtos oferecidos diretamente pelos bancos a seus correntistas, as letras de crédito imobiliário (LCIs) e as letras de crédito agrícola (LCAs) têm atraído especialmente este segmento pela facilidade de aplicação e, sobretudo, pela vantagem tributária desses produtos – uma vez que seus rendimentos são isentos de imposto de renda.

A Anbima acompanha o segmento *varejo*, que divide em *varejo* e *varejo alta renda*.¹⁹ Este segmento de investidor responde por aproximadamente 15% do total do patrimônio líquido gerido pelos fundos de investimentos.

No período de 2011 a 2014, as aplicações do varejo foram cada vez menos intermediadas por fundos de investimentos (as aplicações via fundos de investimentos passaram de 49,3% do total para 35,3%, uma queda de quase 15 p.p.). A participação das LCAs e LCIs e no total das aplicações passa de 0% a 8,5% do total (LCAs) e de 4,9% para 22,6%. A participação de todas as demais aplicações, tanto intermediadas pelos fundos de investimentos quanto as demais, cai no mesmo período. Entende-se a grita geral dos gestores de fundos de investimento pelas retiradas das vantagens tributárias desses papéis quando se olha para estes dados (tabela 10).

O mesmo fenômeno, em menor intensidade, ocorre com o segmento *varejo alta renda*. O total de aplicações intermediadas pelos fundos de investimento passa de 53% para 45,8%, com crescimento da participação tanto das LCAs quanto das LCIs da ordem de 8 p.p. (tabela 11).

19. O critério de demarcação varia segundo a instituição financeira.

TABELA 11
Aplicações do varejo

	Dez./2011		Dez./2012		Dez./2013		Dez./2014	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Fundos de investimento	89,2	49,3	92,3	48,7	81,3	38,2	88	35,3
Curto prazo	3,8	2,1	4,9	2,6	3,5	1,6	6,5	2,6
Referenciados DI	25,9	14,3	22,9	12,1	27,8	13,1	3,5	1,4
Renda fixa	45,3	25,0	50,2	26,5	38,4	18,0	38,8	15,6
Multimercados	4,2	2,3	5,1	2,7	3,3	1,6	2	0,8
Ações	4,7	2,6	4,5	2,4	3,6	1,7	2,2	0,9
Estruturados/ETFs 3		0,0		0,0	0,9	0,4	1,1	0,4
Outros FI 1	5,3	2,9	4,7	2,5	3,6	1,7	2,2	0,9
Títulos e valores mobiliários	92	50,8	97,4	51,3	131,5	61,8	161	64,7
CDB/RDB	73,4	40,5	70,9	37,4	66,9	31,4	55,5	22,3
Operações compromissadas	9,5	5,2	10,6	5,6	14,5	6,8	17,9	7,2
Ações		0,0		0,0	5,1	2,4	7,8	3,1
Tesouro direto		0,0		0,0	1,3	0,6	2,4	1,0
LCA	0	0,0	1,4	0,7	13,3	6,3	21,1	8,5
LCI	8,9	4,9	14,4	7,6	30,3	14,2	56,2	22,6
Outros TVM 2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1
Total	181,1	100,0	189,7	100,0	212,8	100,0	249	100,0

Fonte: Anbima ((s.d.)d).

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Cambial, dívida externa e ações FMP.² LHS, LFs e debêntures.³ ETFs: fundos de índices.TABELA 12
Aplicações do varejo alta renda

	Dez./2011		Dez./2012		Dez./2013	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Fundos de investimento	153,8	53,0	164	52,2	167,9	45,5
Curto prazo	1,4	0,5	1,5	0,5	2	0,5
Referenciados DI	64,3	22,1	55,3	17,6	66	17,9
Renda fixa	59,8	20,6	77,7	24,7	64,8	17,6
Multimercados	17,1	5,9	18,7	6,0	21,8	5,9
Ações	8,8	3,0	8,6	2,7	7,2	2,0
Estruturados/ETFs 3		0,0		0,0	4,1	1,1
Outros FI 1	2,4	0,8	2,2	0,7	2,1	0,6
Títulos e valores mobiliários	136,6	47,0	150,2	47,8	201,1	54,5
CDB/RDB	96,8	33,3	90,7	28,9	83,2	22,6
Operações compromissadas	25,4	8,7	25	8,0	31,4	8,5
Ações		0,0		0,0	17,1	4,6
Tesouro direto		0,0		0,0	3,4	0,9
LCA	0,9	0,3	13,9	4,4	31,3	8,5
LCI	12,8	4,4	19,9	6,3	31,9	8,6
Outros TVM 2	0,6	0,2	0,7	0,2	2,7	0,7
Total	290,4	100,0	314,1	100,0	368,8	100,0

Fonte: Anbima ((s.d.)d).

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Cambial, dívida externa e ações FMP.² LHS, LFs e debêntures.³ ETFs: fundos de índices.

Nos investidores do segmento *private*,²⁰ ou *super-ricos*, também detentores de cerca de 15% do patrimônio líquido dos fundos de investimento, não se observou este mesmo movimento de “desintermediação” dos fundos de investimento, ao menos no período para o qual, até o momento, foi possível coletar dados.

A tabela 12 mostra a distribuição dos ativos do segmento *private* em suas diversas categorias.

TABELA 13
Total de ativos sob gestão (AuM) por categoria, investidores *private*

	2012		2013		2014	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Fundos	244.595,74	46,4	273.407,05	47,4	289.347,52	44,9
Fundos abertos	109.886,61	20,8	113.055,85	19,6	117.372,37	18,2
Renda fixa	34.414,48	6,5	34.256,55	5,9	39.286,89	6,1
Multimercado	45.154,51	8,6	47.323,19	8,2	42.925,15	6,7
Ações	10.140,26	1,9	11.006,64	1,9	8.481,28	1,3
Curto prazo/referenciado DI	20.044,80	3,8	19.881,87	3,4	25.143,56	3,9
Cambial/investimento no exterior	132,57	0,0	587,60	0,1	1.535,50	0,2
Fundos exclusivos/restritos	109.716,41	20,8	133.137,23	23,1	141.487,22	21,9
Renda fixa	3.764,63	0,7	3.438,73	0,6	3.997,79	0,6
Multimercado	92.423,79	17,5	108.604,05	18,8	117.768,78	18,3
Ações	8.992,93	1,7	14.949,95	2,6	14.108,14	2,2
Curto prazo/referenciado DI	4.535,06	0,9	6.144,49	1,1	5.602,25	0,9
Cambial/investimento no exterior	0,00	0,0	0,00	0,0	10,26	0,0
Fundos estruturados	24.992,72	4,7	27.213,98	4,7	30.487,94	4,7
Participações	16.238,73	3,1	17.503,55	3,0	20.682,55	3,2
FIDC	695,59	0,1	843,38	0,1	1.198,78	0,2
Imobiliário	7.349,66	1,4	8.382,27	1,5	7.952,39	1,2
Outros	708,73	0,1	484,78	0,1	654,21	0,1
Títulos e valores mobiliários	249.504,47	47,3	261.456,96	45,3	303.919,03	47,1
Renda variável	83.360,29	15,8	83.004,33	14,4	90.316,27	14,0
Ações/renda variável	80.806,07	15,3	80.611,73	14,0	87.918,47	13,6
Clubes de investimento	2.554,21	0,5	2.392,59	0,4	2.397,80	0,4
Ativos de renda fixa	166.144,18	31,5	178.452,64	30,9	213.602,76	33,1
Títulos públicos	9.102,77	1,7	9.049,80	1,6	8.325,73	1,3
Títulos privados	157.041,41	29,8	169.402,84	29,4	205.277,04	31,8
Ativos de captação bancária	81.549,63	15,5	64.596,14	11,2	57.753,48	9,0
Debêntures	4.737,70	0,9	4.371,73	0,8	7.893,30	1,2
Ativos com lastro imobiliário	31.816,92	6,0	37.563,74	6,5	52.282,56	8,1
Ativos com lastro agrícola	38.161,95	7,2	62.185,83	10,8	85.340,51	13,2
Outros títulos privados	775,21	0,1	685,40	0,1	2.007,19	0,3

(Continua)

20. “*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, 2014).

(Continuação)

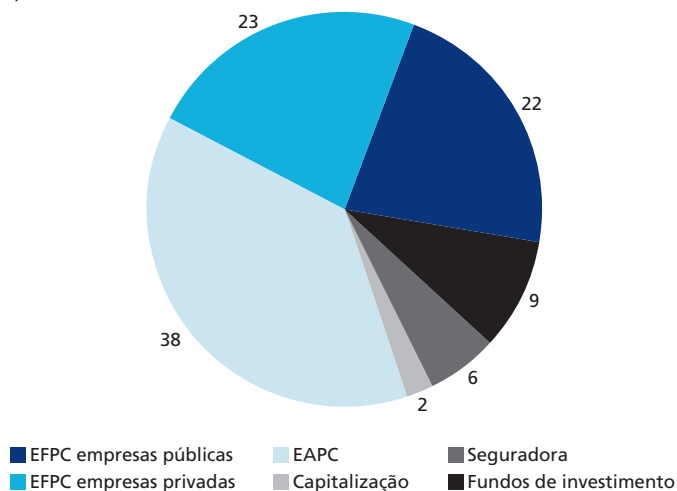
	2012		2013		2014	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Caixa/poupança	4.073,72	0,8	3.677,25	0,6	3.195,79	0,5
Caixa	2.867,57	0,5	1.426,01	0,2	1.313,83	0,2
Poupança	1.206,15	0,2	2.251,25	0,4	1.881,95	0,3
Previdência aberta	27.904,97	5,3	37.434,75	6,5	47.824,17	7,4
Outros investimentos	1.187,21	0,2	1.201,20	0,2	778,00	0,1
Total de ativos sob gestão	527.266,12	100,00	577.177,22	100,00	645.064,51	100,00

Fonte: Anbima [s.d.].c.
Elaboração da autora.

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 desta categoria de investidores; em segundo lugar, a importância das aplicações em renda variável mas sem o intermédio dos fundos de investimentos (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.

Por fim, o gráfico 7 mostra a distribuição do patrimônio líquido dos fundos de investimentos no segmento *investidores institucionais* entre seus diversos integrantes para o ano de 2013. Importante notar que os fundos de investimentos, no recorte *stricto sensu* (isto é, excluídos os fundos de previdência), somam apenas 9,1% do patrimônio líquido 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 (EFPCs) de empresas privadas, com 22,8% e as EFPCs de empresas públicas, com 21,9%. Ou seja, o patrimônio líquido das entidades de previdência soma mais de 83% do total dos investidores institucionais.

GRÁFICO 7
Distribuição do PL – investidores institucionais (2013)
(Em %)



Fonte: Anbima (2016).
Elaboração da autora.

Nas próximas seções, lança-se um olhar sobre os quatro segmentos de mais destaque do setor de fundos de investimentos: a renda fixa, as ações, os fundos estruturados e os multimercados.

4 FUNDOS DE RENDA FIXA E PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE RENDA FIXA

Dois recortes são utilizados nesta seção: de um lado, a análise dos *fundos de renda fixa* no total dos fundos; de outro, o exame do *mercado* de renda fixa propriamente dito e, particularmente, *da atuação dos fundos de investimento* neste mercado.

Segundo a classificação da Instrução CVM nº 409/2004,²¹ ainda em vigor, os *fundos de renda fixa* são definidos da seguinte forma.

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceitos títulos sintetizados por meio do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.). Devem manter, no mínimo, 80% de sua carteira em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito ou sintetizados, via derivativos, com registro e garantia das câmaras de compensação (CVM, 2004).

21. A partir de outubro de 2015, as Instruções CVM nºs 554 e 555 entraram em vigor, substituindo a atual Instrução CVM nº 409/2004.

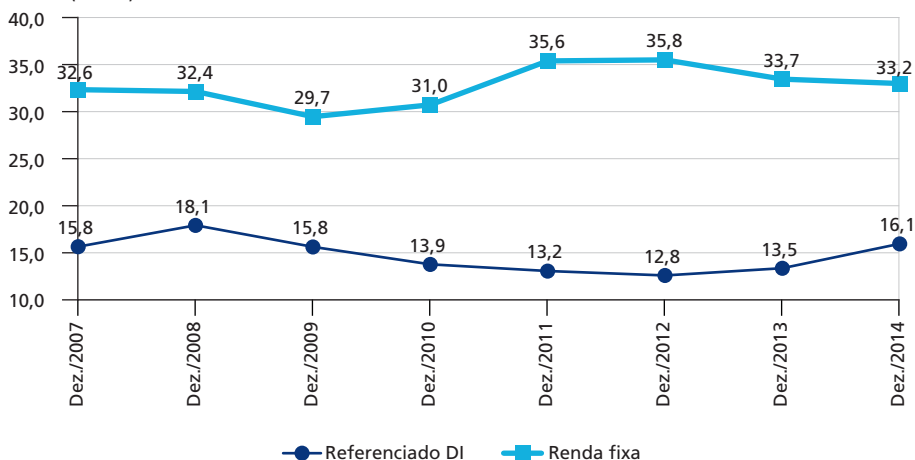
Os fundos de renda fixa concentram suas aplicações em títulos públicos federais, predominantemente prefixados ou indexados à inflação. Os *fundos referenciados DI*, em contrapartida, são fundos definidos da seguinte forma.

Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações do CDI ou Selic, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio/deságio dos títulos em relação a estes parâmetros de referência.

Esses fundos concentram suas aplicações também em títulos da dívida pública federal, mas pós-fixados, indexados à Selic.

A participação no patrimônio líquido total dos fundos de renda fixa é muito sensível à trajetória da taxa de juros, e muitas vezes vai no sentido inverso ao dos fundos referenciados DI (gráfico 8). No período em tela, a participação dos fundos de renda fixa no patrimônio líquido do setor de fundos observou quatro momentos distintos: *i*) queda de dezembro de 2007 a dezembro de 2009 (este foi um momento de grande expansão dos fundos de renda variável); *ii*) um crescimento até dezembro de 2011; *iii*) estabilidade em patamar elevado até dezembro de 2012; e *iv*) posterior recuo. Como apontado anteriormente, no período em que ocorria a queda dos juros, essa participação crescia ou se mantinha em nível elevado. Em contraste, o movimento da participação dos fundos referenciados DI segue de perto o da taxa de juros Selic. Importa ressaltar que as duas categorias de fundo concentram, ao longo de todo o período aqui considerado, uma média de 48% do patrimônio líquido total do setor de fundos de investimentos.

GRÁFICO 8
Participação dos fundos de renda fixa e dos fundos referenciados DI no patrimônio líquido total (2007-2014)
(Em %)

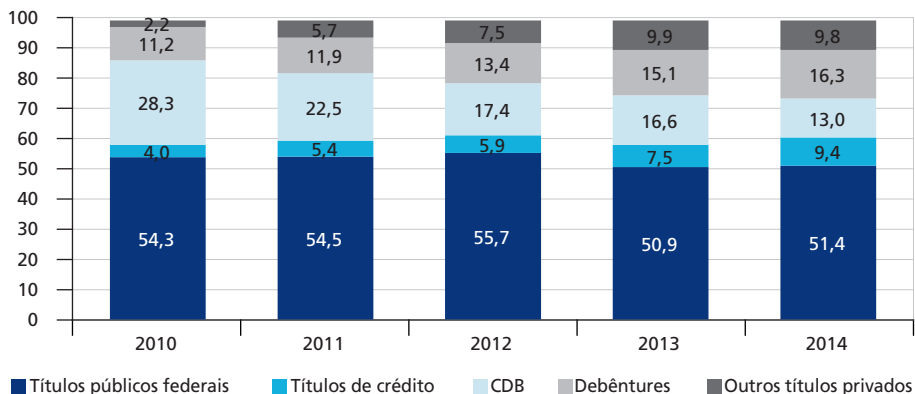


Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos da Anbima.
Elaboração da autora.

Para que seja possível ter um pouco mais de pistas sobre a evolução da atuação dos fundos de investimentos no mercado de renda fixa em um contexto de queda e posterior aumento de juros, vale procurar distinguir as várias categorias de ativos de renda fixa.

O gráfico 9 permite que se observe a evolução da composição dos ativos de renda fixa na economia, enquanto o gráfico 12 exhibe esta mesma evolução na carteira dos fundos de investimento. A participação dos títulos públicos federal no total dos ativos de renda fixa aumentou em um primeiro momento, de 54,3% para 55,7%, para depois cair, em 2014, aproximadamente 4 p.p., para 51,4%. Os CDBs observam contínua e acentuada queda em sua participação no período em tela, de 28,3% em 2010 para 13% em 2014. Em contrapartida, elevam-se as participações das debêntures (de 11,2% em 2010 para 16,3% em 2013), dos títulos de crédito (de 4% para 9,4%) e dos outros títulos privados (de 2,2% para 9,8%), categoria composta majoritariamente por LFs.

GRÁFICO 9
Composição dos ativos de renda fixa na economia (2010-2014)
(Em %)



Fonte: Boletins Renda Fixa Anbima.

Elaboração da autora.

Obs.: Meses de dezembro.

Um dos determinantes desse movimento foi a mudança na estratégia de administração de passivos por parte dos bancos, que ampliaram a captação mediante LF – sobre as quais não incide recolhimento compulsório, e passaram, pela Lei nº 12.431/2011, a ter correção monetária mesmo para períodos inferiores a um ano – e reduziram a colocação de CDBs. O aumento da participação das debêntures²² também é um reflexo da Lei nº 12.431,²³ uma vez que novas categorias foram criadas e tornadas objetos de benefícios tributários. De fato, dados disponíveis para o triênio 2012-2014 mostram que as captações de recursos via debêntures objeto da Lei nº 12.431/2011 somaram quase R\$ 10 bilhões (gráfico 10).

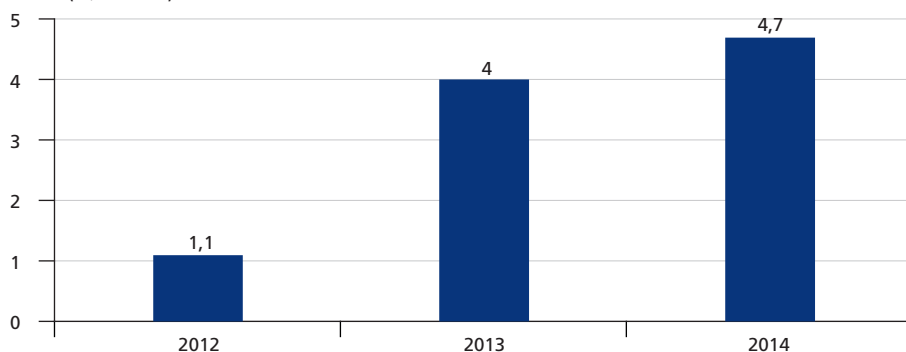
22. Sobre o mercado de títulos corporativos no Brasil, ver Torres Filho e Macahyba (2014).

23. Um resumo das principais medidas da Lei nº 12.431 encontra-se no anexo A deste texto.

O gráfico 11 confirma a importância das debêntures de infraestrutura com vantagens tributárias criadas pela Lei nº 12.431/2011. Embora mais de 40% dos recursos captados via debêntures no período de 2010 a 2014 tenham sido destinados a refinanciamento de passivo e outros mais de 20% a capital de giro, é possível notar que cresceu no período a parcela utilizada para investimento em infraestrutura (de 3,8% em 2010 para 13,3% em 2014).

GRÁFICO 10
Captações de debêntures pelo Art. 2º da Lei nº 12.431/2011

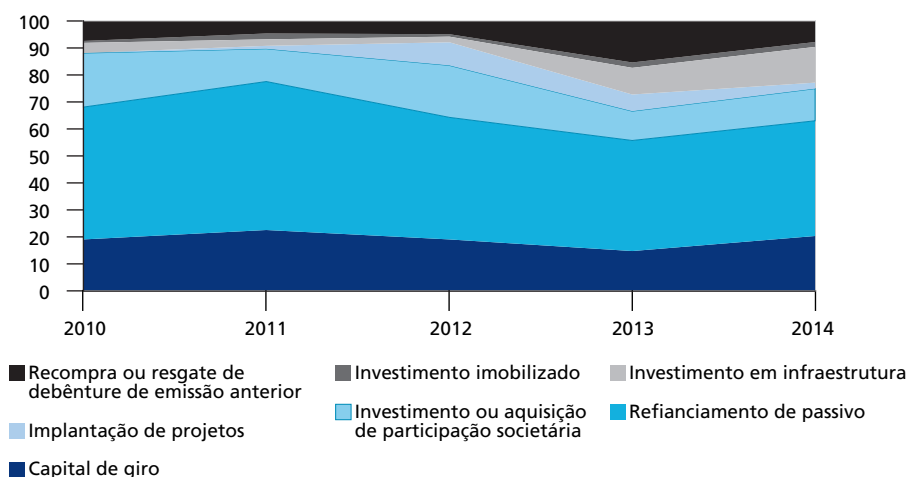
(R\$ bilhões)



Fonte: Boletim renda fixa Anbima.
Elaboração da autora.

GRÁFICO 11
Destinação de recursos captados via debêntures

(Em % do total)

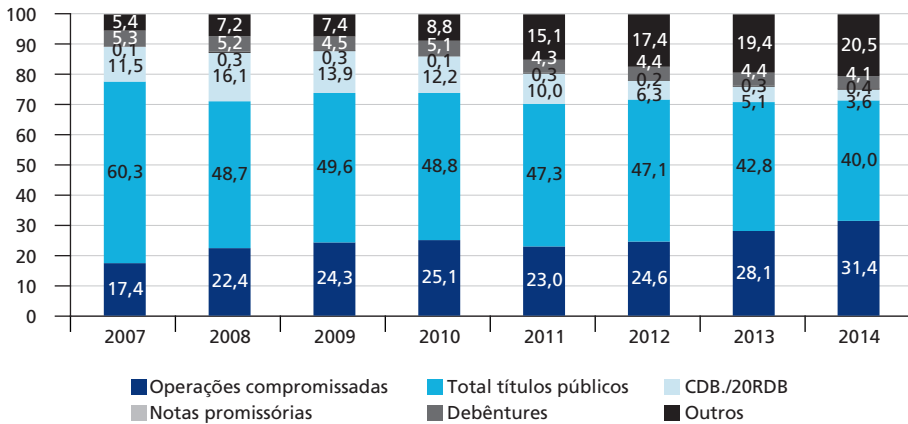


Fonte: Boletim renda fixa Anbima.
Elaboração da autora.

GRÁFICO 12

Composição dos ativos de renda fixa na carteira dos fundos de investimentos (2007-2014)

(Em %)



Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima.

Elaboração da autora.

Obs.: Meses de dezembro.

Quando se considera a composição dos ativos de renda fixa na carteira dos fundos de investimento, duas distinções importantes merecem destaque em relação ao que se verifica no total da economia. Em primeiro lugar, quando se somam 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 investimentos, com ligeira queda ao longo do período, de 77,7%, em 2007, para 71,3%, em 2014. A participação dos títulos públicos cai pouco mais de 20 p.p., de 60,3%, em 2007, para 40%, em 2014. No mesmo período, a das operações compromissadas passa de 17,4% a 31,4% – acréscimo de 14 p.p. Uma possível explicação é que, diante de um aumento de preferência pela liquidez dos investidores em razão da deterioração das expectativas decorrente da piora do cenário econômico, as operações envolvendo compromisso de recompra se tornaram mais atrativas aos seus olhos. Além disso, é possível pensar que foi uma forma que o Tesouro encontrou de colocar no mercado títulos prefixados mesmo em um contexto de aumento de juros: assegurar recompra a prazos curtíssimos.

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 dizer desta participação na carteira dos fundos de investimento, que cai pouco mais de 1 p.p., passando de 5,3%, em 2007, para 4,1%, em 2014. Ou seja, se aumentou a emissão de títulos corporativos na economia brasileira, não foi pelo intermédio dos fundos de investimentos que eles chegaram aos investidores.

Em 5 de junho de 2015, anunciaram-se medidas que visam dar impulso ao mercado de renda fixa, em especial o segmento de títulos de dívida empresarial: o financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) à taxa vinculada à TJLP será condicionado – para grandes grupos econômicos, com faturamento acima de R\$ 1 bilhão e projetos de ao menos R\$ 200 milhões – ao levantamento de 25% do valor da operação total com uma captação em mercado via debêntures. Se a empresa optar pela não emissão de títulos, a parcela da operação financiada pelo BNDES à menor taxa de juros, atualmente de 50%, será limitada a 25%. Neste caso, o BNDES financiará os outros 75% à taxa de mercado (no caso da emissão de debêntures por parte da empresa, esta parcela de financiamento a taxas de mercado seria de apenas 25%).²⁴

A questão que fica é: quem comprará as debêntures? Não se pode negar que é muito difícil qualquer aplicação competir com títulos públicos e operações compromissadas neles lastreadas – altíssimas liquidez e rentabilidade, o sonho de qualquer proprietário de riqueza.

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 – DPMFi (gráfico 13). No início da série, em 2007, esta participação chegou a 29,7%, caindo para ainda expressivos 20,3% em 2014. No recorte *lato sensu*, incluindo fundos de previdência, esta participação variou no período em consideração de 47,4%, em dezembro de 2007, a 37,4% em dezembro de 2014.

Os maiores detentores da DPMFi são as instituições bancárias, com uma participação que variou, no período considerado, de 37,8% a 29,8% no período em tela. Bittencourt (2009) ressalta que, considerando o agregado *instituições financeiras* mais *fundos de investimento*, chegava-se a uma participação de quase 70% no início do período, e de pouco mais de 50% ao seu final. Quando consideradas estas instituições como conglomerados financeiros, este dado reflete sua importância para o financiamento da dívida pública – e seu consequente poder, como principal fonte de demanda pelos títulos.

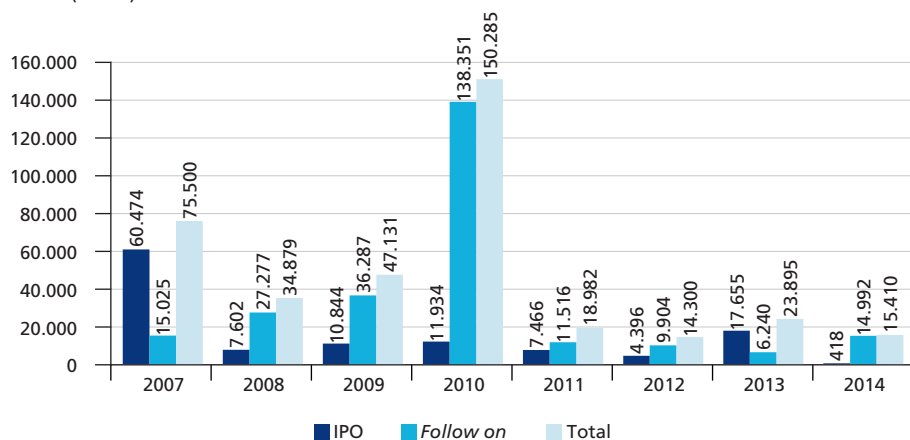
Entendidos como conglomerados financeiros, os bancos, além das tesourarias, incluem corretoras, gestoras de ativos, seguradoras e administradoras de planos de previdência, dentre outras instituições, e, desse ponto de vista, pode-se dizer que estão por trás das decisões de investimento de uma parcela muito maior da dívida. Se a participação dos bancos, como detentores finais, não supera a verificada em outros países, somando-se a esse percentual a participação dos fundos de investimento (FI), também historicamente elevada, em que os gestores de ativos de bancos respondem pela principal parcela, fica claro que, ainda hoje, os conglomerados financeiros detêm uma posição estratégica nas decisões sobre demanda por títulos públicos (Bittencourt, 2009, p. 386).

24. Para mais detalhes, ver: <<http://migre.me/tsY0S>>.

A queda de 10 p.p. na participação dos fundos de investimento na detenção da DPMFi foi contrabalançada por um grande aumento na participação de não residentes, da ordem de 13 p.p. (passando de 5,1% em 2007 para 18,6% em 2014). Note-se que nesta categoria estão incluídos também os títulos detidos por não residentes por meio de fundos de investimentos. Convém lembrar que esta categoria de investidores detém cerca de 7% do total do patrimônio líquido dos fundos de investimento (tabela 9) – o que faz com que o dado referente aos fundos de investimento na detenção da DPMFi esteja subestimado.

A participação do governo no carregamento da DPMFi passa a ser discriminada apenas a partir de 2011, quando houve uma reformulação metodológica. Esta categoria inclui *fundos e recursos administrados pela União tais como Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), fundos extramercado, fundo soberano, fundos garantidores* (quadro 1). Anteriormente, estes estoques eram registrados nas categorias de instituições financeiras e fundos de investimentos. Assim, a queda recente da participação dos fundos de investimentos na detenção do estoque da DPMFi deve-se em parte a esta reformulação metodológica.

GRÁFICO 13
Detentores do estoque da dívida pública mobiliária federal interna (2007-2014)
(Em %)



Fonte: Tesouro Nacional. Anexo 2.7 do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal.

Elaboração da autora.

Obs.: Notas explicativas (Brasil, 2015, anexo 2.7):

- i) todo o estoque da DPMFi está contemplado nas estatísticas. O estoque dos títulos registrados no Cetip foi incluído na categoria *outras* até jan./2011. A partir de fev./2011, o estoque passou a ser alocado nas categorias específicas de detentores;
- ii) valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.
- iii) os dados da categoria governo estão disponíveis apenas a partir de jan./2011 devido a aprimoramentos metodológicos.

Anteriormente os estoques estavam alocados nas categorias de instituições financeiras e fundos de investimentos.

**QUADRO 2
Detentores da DPMi**

Instituições financeiras	Carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros e corretoras e distribuidoras. Também inclui os bancos estatais e o BNDES. As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento também estão vinculadas a esta categoria.
Fundos de investimento	Fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, e outros fundos. Excetua-se as aplicações de bancos, entidades de previdência, investidores não residentes, governo e seguradoras que estão alocadas nas suas respectivas categorias.
Previdência	Fundos de investimento e carteira própria de previdência aberta e fechada e RPPS.
Não residentes	Contas de cliente não residente criadas por meio da Carta-Circular nº 3.278, de 18 de junho de 2007. São considerados investidores não residentes as pessoas físicas ou jurídicas e os fundos ou outras entidades de investimento coletivo com residência, sede ou domicílio no exterior. Estão incluídos os títulos detidos por não residentes por meio de fundos de investimento.
Governo	Fundos e recursos administrados pela União tais como FAT, FGTS, fundos extramercado, fundo soberano, fundos garantidores.
Seguradoras	Seguradoras e resseguradoras.
Outros	Contas de cliente pessoa-física residente, carteira própria de distribuidora/corretora estrangeira e nacional, sociedade de capitalização, outros carteira própria.

Fonte: Brasil (2015, anexo 2.7).

Elaboração da autora.

Cabe agora investigar as mudanças na composição da DPMFi no mercado financeiro em geral, e na carteira dos fundos de investimento, em particular.

O gráfico 14 traz a composição da DPMFi em poder dos fundos de investimento, por indexador. Chama a atenção, aqui, a acentuada migração para papéis indexados ao índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA), numa clara demonstração de que os investidores e gestores de fundos apostavam que a inflação iria aumentar: sua participação no total da carteira dos fundos de investimento passa de 23,4%, em dezembro de 2010, a 38,9% em dezembro de 2014, crescimento de mais de 15 p.p. Aumenta também, de forma acentuada, a participação dos títulos prefixados, no período compreendido entre dezembro de 2010 e dezembro de 2013: de 21,4% a 27,9% – movimento revertido em 2014, com a percepção, pelos aplicadores, de que a alta de juros teria continuidade.²⁵

Em contrapartida, entre 2010 e 2013, observa-se uma queda de mais de 20 p.p. da participação dos títulos pós-fixados no total (LFTs) – tendência interrompida em 2014, quando esta participação recuperou 3 p.p. em relação ao patamar atingido no ano anterior.

25. Diversos relatórios macroeconômicos Anbima apontam para essas duas projeções: subida dos juros e da inflação. Disponíveis em: <<http://migre.me/tsYZF>>.

GRÁFICO 14
Estoque da DPMFi na carteira dos fundos de investimento por indexador (2010-2014)
(Em %)

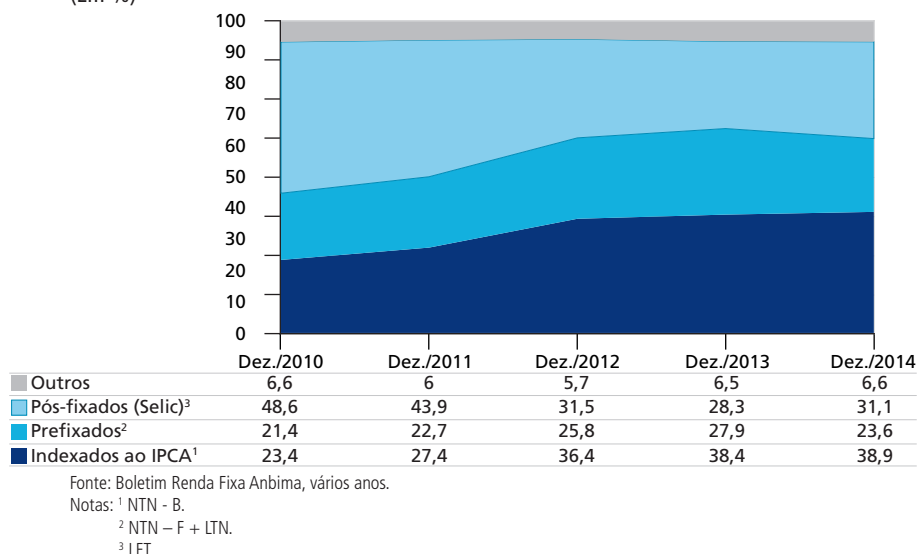
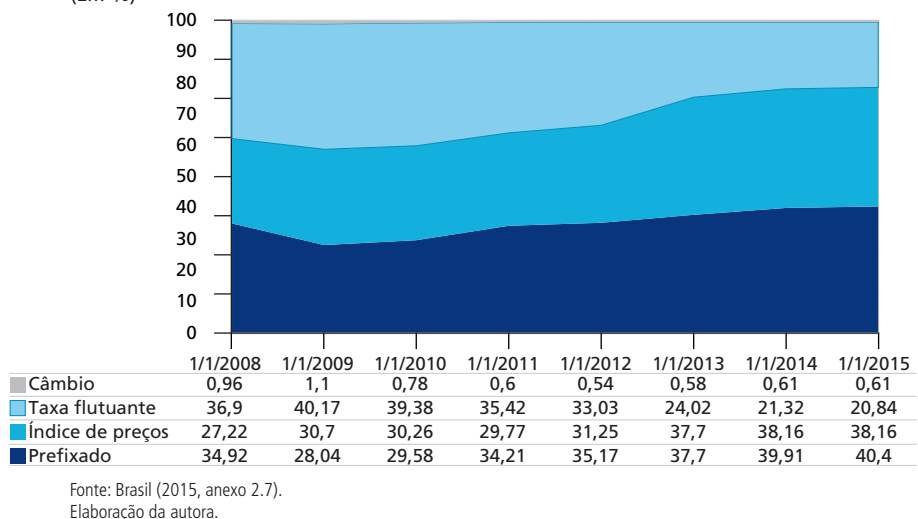


GRÁFICO 15
Estoque da DPMFi por indexador (2007-2014)
(Em %)



Quando se observa o perfil do estoque da DPMFi no total da economia, vê-se um importante aumento da proporção de papéis prefixados, de 28%, em 2009, para 40,4% em 2015, mesmo quando se observava uma alta de juros (em contraste com o que se observou na carteira dos fundos de investimento). Aumenta também

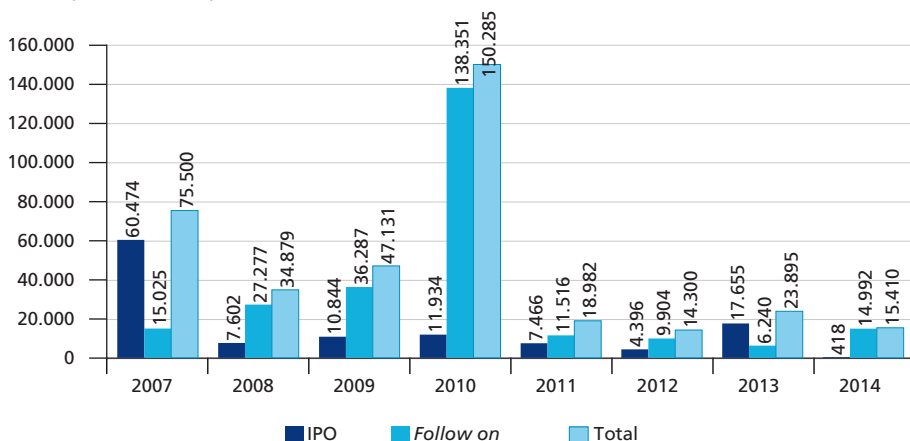
a participação dos papéis indexadas aos índices de preços, e aqui, em consonância com o verificado na carteira dos fundos. Os papéis indexados à taxa flutuante têm sua participação reduzida até janeiro de 2014, e mantida aproximadamente constante desde então (com leve redução). Os fundos de investimento mostraram, assim, mais sensibilidade que a verificada no total da economia quando do aumento dos juros, com clara redução da proporção de ativos prefixados e aumento dos pós-fixados.

Cabe pensar que as mudanças “de apetite” do setor de fundos têm o poder, dada sua participação no total de detentores da DPMFi, de influenciar as decisões de emissão do poder público, a natureza e o volume de títulos que serão lançados no mercado.

5 OS FUNDOS DE AÇÕES E A PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO DE RENDA VARIÁVEL BRASILEIRO

O ano de 2007 ficou marcado como o mais próspero do mercado de ações. Do ápice, o mercado de ações nacional viu, nos seis anos seguintes, o número de novas ofertas públicas iniciais²⁶ cair drasticamente (gráfico 16). O ano de 2010 apresenta, no total das emissões, um crescimento atípico em função do *follow-on* realizado pela Petrobrás, no valor de aproximadamente R\$ 120 bilhões. Em 2013, observa-se um pequeno ímpeto de IPOs, que superaram as emissões do tipo *follow on*, o que não se sustentou posteriormente.

GRÁFICO 16
Emissão de ações registradas na CVM (2007-2014)
(Em R\$ milhões)



Fonte: CVM – Acesso à informação – Séries históricas.
Elaboração da autora.

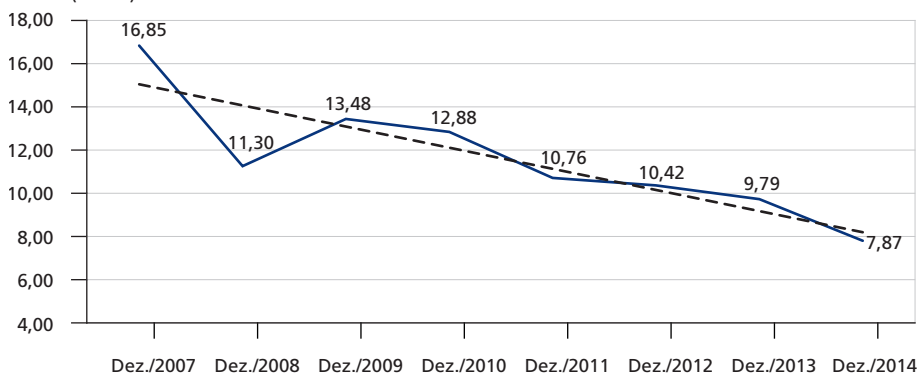
26. A oferta pública inicial (ou IPO, a sigla para o termo *initial public offering*) caracteriza o momento em que a empresa decide abrir seu capital pela primeira vez ao público. O *follow on* (equivalente em inglês ao *follow on public offering* – FPO) consiste em uma nova rodada de ações lançadas ao mercado de uma empresa que já possui capital aberto. Desta forma, um número maior de IPO sinalizaria um mercado atrativo para que empresas não listadas se lancem no mercado acionário. Como o IPO envolve mais riscos e demanda que as empresas transitem de um tipo de estrutura de financiamento e de gestão para outro, um número elevado indica uma economia com boas expectativas por parte dos agentes econômicos.

A queda da emissão de ações, em concomitância à baixa rentabilidade desses papéis (aludida na seção 2 deste texto), levou à redução da participação dos *fundos* de ações no total do patrimônio da indústria de fundos de 2007, de cerca de 17%, em 2007 para 7,9% em 2014, no recorte *stricto sensu* (gráfico 17). Mas não somente os fundos de ações aplicam em ações. Fundos multimercados também têm parte de suas carteiras no mercado de renda variável. Assim, um outro recorte é importante: a participação das ações no total dos ativos dos fundos de investimento, que cai no período nada menos que 10 p.p. (de 21,7% em dezembro de 2007 para 11,7% em dezembro de 2014).

O período em que se verificou a queda da Selic foi também um momento de queda desta participação. Assim, a esperança de que haveria migração de investimentos de renda fixa para renda variável – em tese, uma alternativa de financiamento do setor produtivo – não se concretizou (gráfico 18).

Vale notar que informações obtidas por meio de entrevista²⁷ indicam 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 destes 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.

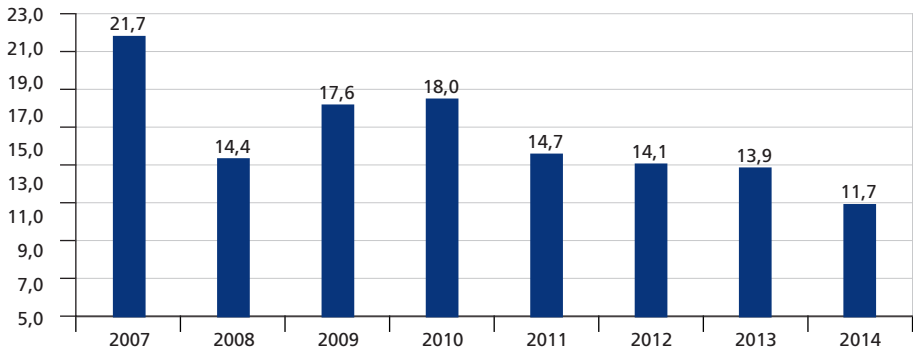
GRÁFICO 17
Participação do patrimônio líquido dos fundos de ações no patrimônio líquido total do setor de fundos (2007-2014) – recorte *stricto sensu*
(Em %)



Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima.
Elaboração da autora.

27. Entrevista com Patrícia Magaldi, Itaú Private Banking.

GRÁFICO 18

Participação das ações na carteira dos fundos de investimentos (2007-2014)
(Em %)

Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima
Elaboração da autora..
Obs.: Meses de dezembro.

O gráfico 19 exibe o perfil de captação das empresas brasileiras entre 2008 e 2014.²⁸ O primeiro movimento que salta aos olhos é o aumento da parcela de recursos captada via títulos de renda fixa. O ano de 2010 apresenta, no segmento de renda variável, um crescimento atípico em razão do já citado *follow-on* realizado pela Petrobrás. No período de 2008 a 2014, a participação da renda fixa no *funding* de empresas brasileiras passa de 61% para 93%. O segmento de renda variável passa de 40% do *funding* total para 7%, sendo que as captações no mercado externo praticamente se reduzem a zero.

O segundo movimento interessante é o aumento pronunciado da parcela de renda fixa captada no mercado externo – que passa de 12% no início do período para 43% ao seu final. O ambiente pós-crise, marcado por política de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*), além do patamar de taxas de juros historicamente baixo fez com que a demanda por títulos provenientes de mercados emergentes aumentasse muito.

Corradin (2015, p. 7), no entanto, adverte que:

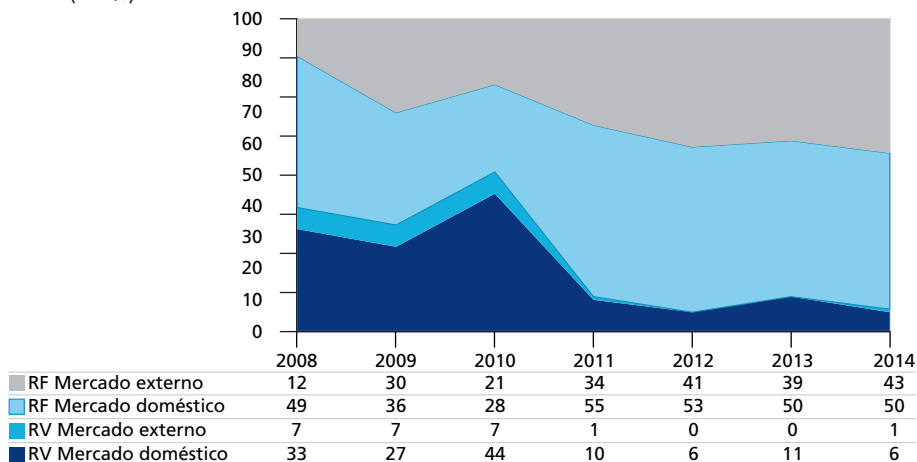
ainda há dúvidas se a mesma tendência de crescimento poderá ser mantida em 2015, já que grande parte das ofertas externas é concentrada no setor de óleo e gás, que enfrenta algumas dificuldades neste início de ano. Em 2014, este setor respondeu por 37,7% do volume das captações internacionais com renda fixa.

28. Levantamento realizado por Anbima (ANBIMA, 2015). Será necessária a realização de entrevistas para compreender precisamente a metodologia utilizada.

GRÁFICO 19

Composição da captação das empresas brasileiras (2008-2014)

(Em %)



Fonte: Anbima (2015).

Elaboração da autora.

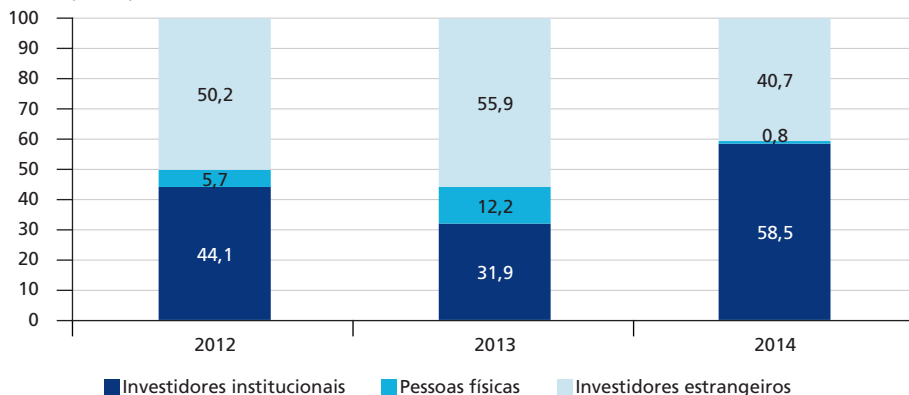
Obs.: Valores calculados com o dólar médio de cada período.

No que diz respeito aos compradores das ações emitidas no Brasil, no período de 2009 a 2014, mostram que investidores estrangeiros responderam por entre 40% e 60% das ofertas brasileiras de ações, enquanto os investidores institucionais por 60% a 40% complementares, com exceção do ano de 2010, atípico em razão da operação de *follow on* da Petrobrás (gráfico 20). Destes investidores institucionais, os fundos de investimentos são apenas cerca de 9% – a maior parte é de entidades de previdência.

GRÁFICO 20

Investidores nas ofertas brasileiras de renda variável

(Em %)



Fonte: Anbima (2015).

Elaboração da autora.

6 OS FUNDOS ESTRUTURADOS

Os fundos estruturados, embora representem uma pequena parcela do total dos fundos de investimento, apresentaram crescimento expressivo no período em análise. O quadro 2 traz uma definição sucinta de cada categoria desses fundos.

QUADRO 3
Tipos de fundo e suas principais características

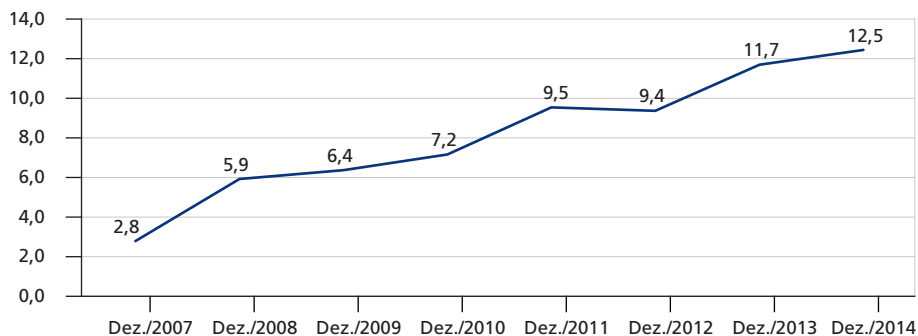
Tipo de fundo	Características
Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs)	Também conhecidos como fundos de recebíveis, eles aplicam a maior parte de seu patrimônio em direitos creditórios (direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas em diversos segmentos da economia), representando o principal instrumento de securitização do mercado de capitais brasileiro. A Instrução CVM nº 531/2013 proibiu que os principais participantes do mercado de FIDC cedam ou originem direitos creditórios aos fundos nos quais atuem, o que se espera que tenha um impacto positivo sobre a governança dos fundos, mas talvez traga uma redução das aplicações nesses fundos.
Fundo de investimento em participações (FIP)	Fundos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida (indicação de membros do Conselho de Administração). Os FIPs são constituídos sob a forma de condomínio fechado, destinados exclusivamente a investidores qualificados, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100 mil, cujas cotas devem ter a forma nominativa.
Fundos de investimento imobiliários (FIIs)	Fundos constituídos na forma de condomínio fechado, para aplicação em empreendimentos imobiliários e/ou valores mobiliários com lastro imobiliário. Não admitem resgate, sendo possível a saída do investidor apenas em mercado secundário. As pessoas físicas aplicadoras em FIIs têm isenção de imposto de renda sobre seus rendimentos desde que: <i>i)</i> as cotas sejam negociadas exclusivamente em bolsa ou mercado de balcão; <i>ii)</i> o fundo tenha no mínimo cinquenta cotistas e; <i>iii)</i> o investidor pessoa física não detenha mais de 10% do fundo.

Elaboração da autora.

A participação dos fundos estruturados no patrimônio líquido total do setor de fundos apresentou crescimento acentuado de 2007 a 2014: de 2,8% em dezembro de 2007 no recorte *stricto sensu*, alcança 12,5% em dezembro de 2014 (gráfico 21).

Os fundos de investimento imobiliários (FIIs), e em menor medida os fundos de investimento em participações (FIPs), foram o alvo principal. Os primeiros estavam respaldados por uma fase de expansão do negócio imobiliário. Assim, os projetos imobiliários que lastreavam estes fundos tinham, pela mera natureza da valorização imobiliária das disputadas áreas urbanas, uma fonte de rentabilidade garantida. Além disso, ambos contavam com vantagens tributárias (alíquota zero de IR sobre rendimentos para investidores pessoa física).

GRÁFICO 21
Participação dos fundos estruturados no patrimônio líquido total (2009-2014) – recorte *stricto sensu*
(Em %)



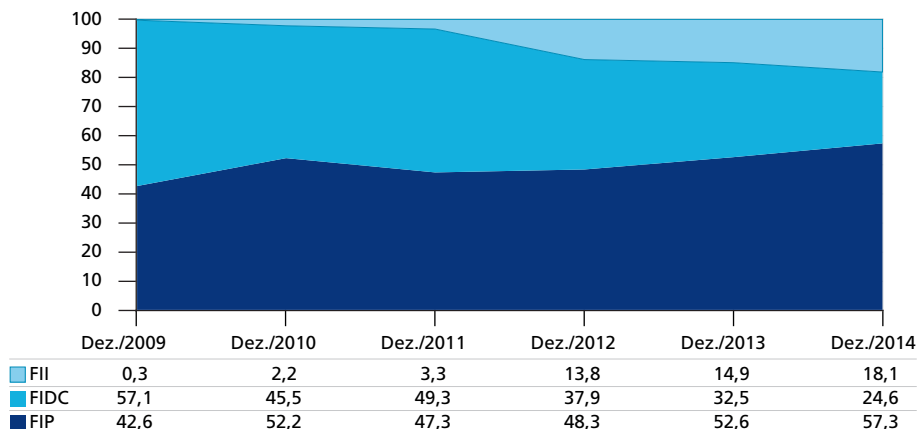
Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima

Elaboração da autora.

Obs.: Recorte *stricto sensu*.

O gráfico 22 mostra que, entre os fundos estruturados, os FIIs foram os que mais apresentaram crescimento, tendo observado um aumento de participação de cerca de 18 p.p. no total do patrimônio líquido dos fundos estruturados. Os FIPs, que foram objeto de estímulo governamental por meio da Lei nº 12.431/2011 quando direcionados aos “projetos prioritários” ali definidos, também tiveram sua participação ampliada em cerca de 15 p.p.²⁹

GRÁFICO 22
Participação dos FIIs, FIDCs e FIPs no patrimônio líquido total dos fundos estruturados (2009-2014)
(Em %)



Fonte: Anbima.

Elaboração da autora.

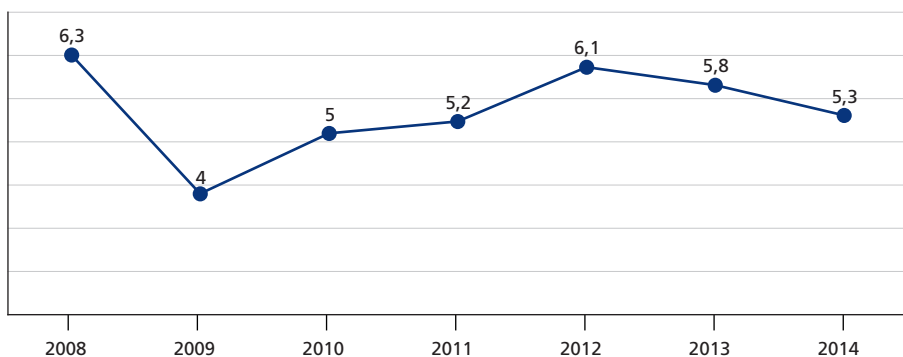
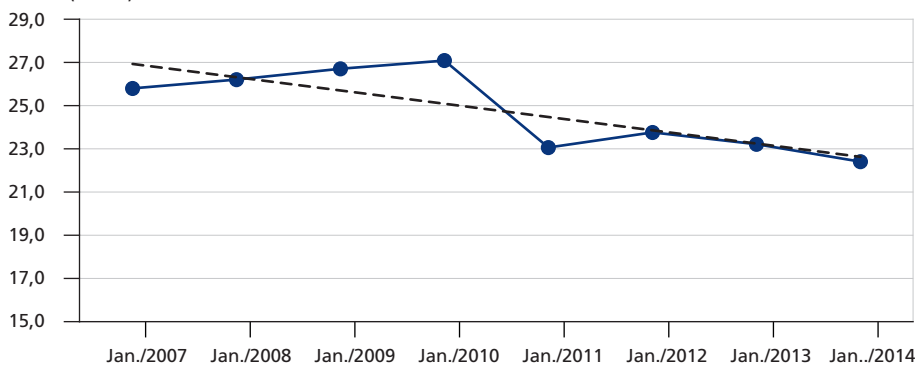
29. Ver anexo A.

7 OS FUNDOS MULTIMERCADOS

GRÁFICO 23

Participação do patrimônio líquido dos fundos multimercado no total do setor de fundos de investimento (2007-2014)

(Em %)



Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima.
Elaboração da autora.

A crise financeira global de 2008 trouxe à tona o papel destabilizador dos fundos de investimento, em especial dos *hedge funds* dos Estados Unidos.

Quando se examina o potencial destabilizador dos fundos de investimento no Brasil, parece pertinente atentar para a categoria de fundos multimercado, na qual residiriam os *hedge funds*, que seriam aqueles subtipos de fundos multimercado que admitem alavancagem.

Os fundos da categoria multimercado são diversificados, compatíveis com um padrão de gestão mais ativo que as demais categorias de fundo, e cuja participação no patrimônio líquido total dos fundos permanece, historicamente (ao menos desde 2003), acima de 20%. São assim definidos segundo a Instrução CVM nº 409/2004.

Fundos que realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio etc.), definindo as estratégias de investimento baseadas em: cenários macroeconômicos de médio e longo prazos ou explorando oportunidades de ganhos originados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos.

Para alguns analistas, não há *hedge funds* propriamente dito no Brasil. Notadamente, o termo “alavancagem”, quando se refere aos fundos multimercado no Brasil, não se refere à contratação de empréstimos, mas à possibilidade de operar com derivativos. Note-se que a Anbima exige um *disclaimer* para estes fundos (aderentes ao código de autorregulação).

Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na (sic) ocorrência de patrimônio líquido do fundo e a consequente obrigação do quotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

Considerando a regulação ainda vigente (Instrução CVM nº 409/2004), a Anbima calcula um índice de *hedge fund* no Brasil, que engloba sete dos dez tipos de fundos multimercados.³⁰ Segundo estimativa desta associação, o PL destes fundos seria equivalente, em janeiro de 2015, a 2,7% do total do setor.

Em junho de 2015, a International Organization of Securities Commissions (Iosco) realizou uma consulta sobre instituições financeiras não bancárias que acarretam riscos sistêmicos. Vale a pena fazer uma síntese da resposta da Anbima, que defendeu que, pelas características estruturais do setor e pela regulação vigente, não vê no setor de fundos uma fonte de risco sistêmico.³¹

Em primeiro lugar, os fundos de investimento no Brasil são estabelecidos como condomínios; assim, embora possuam registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), não são empresas. Assim, os investidores dos fundos de investimento não estão sujeitos ao princípio da “responsabilidade limitada” – se o fundo sofrer perdas, as perdas serão deles.

Em segundo lugar, apesar do crescimento consistente experimentado nos últimos quinze anos, o mercado brasileiro continua a ser predominantemente nacional e as carteiras dos fundos são caracterizadas por alocações de ativos conservadoras, com forte predominância de títulos de renda fixa vinculados à DPMFi.

Em terceiro lugar, todos os fundos são registrados, sujeitos a requisitos de regulamentação e de supervisão: há extensas exigências de disponibilização de

30. A metodologia de cálculo deste índice pode ser encontrada: <<http://migre.me/tt023>>. Os fundos que entram nesta carteira são detalhados no arquivo: <<http://migre.me/tt034>>. Vale lembrar que os fundos da amostra variam ao longo do tempo, conforme detalhado na metodologia.

31. A resposta na íntegra encontra-se em: <<http://migre.me/tt04q>>.

relatórios diários e mensais para o regulador (incluindo informações sobre as carteiras dos fundos, os balanços e a utilização de derivativos); ainda, são obrigados a usar marcação a mercado, de acordo com processos definidos e supervisionados pela CVM juntamente com a Anbima; por fim, o modelo brasileiro exige que fundos tenham administrador e gestor habilitados pela CVM, ambos legalmente responsáveis pelos fundos, o que cria um nível adicional de robustez.

O último argumento colocado diz respeito às dimensões dos grandes *players* do setor no Brasil: em razão do grande número de fundos, aludido na seção 2 deste texto, os fundos apresentam um tamanho médio relativamente pequeno. Para fins de comparação, enquanto no Brasil, em dezembro de 2014, havia cerca de 14 mil fundos, os Estados Unidos, no mesmo período, contam com 8 mil fundos e a Irlanda com 3 mil. Além disso, os cinco maiores *players* do Brasil, embora, como já se disse, concentrem mais de 60% dos ativos geridos pelos fundos de investimentos no Brasil, não são atores globalmente muito importantes. A tabela 14 mostra a colocação destes atores no *ranking* global de *player*, ao final de 2013. O primeiro colocado no Brasil (BB-DTVM) ocupa a 77ª posição no *ranking* mundial.

TABELA 14

Extrato do *ranking* P&I/TowersWatson dos quinhentos maiores gestores de recursos de terceiros
(Em US\$ bilhões)

Posição no ranking	Gestor	Ativos totais
77	BB-DTVM	226
94	Bradesco	181
100	Itaú Unibanco	169
169	Caixa Econômica Federal	75
190	BTG Pactual	61
283	Safra	28
381	Banco Votorantim	15
461	Opportunity	8

Fonte: Disponível em: <<http://migre.me/tt0d8>>.

Obs.: *Ranking* realizado com base no total de ativos sob gestão (AUM), ao final de 2013.

8 ANÁLISE PRELIMINAR DAS CARTEIRAS DAS CINCO MAIORES INSTITUIÇÕES GESTORAS DE FUNDOS DO BRASIL

Os gráficos de 24 a 33 retratam a composição do patrimônio líquido das cinco maiores gestoras de fundos por categoria de fundos, no período de 2011 a 2014. Para cada uma das instituições, disponibilizaram-se os dados no recorte *lato sensu* (isto é, incluindo os fundos de previdência abertos) e no *stricto sensu* (excluindo-os). A partir dos dados até agora disponíveis, foi possível observar um crescimento dos fundos de previdência no total do patrimônio líquido das cinco maiores gestoras de fundos, bem como um crescimento da participação dos fundos no total de fundos

de previdência no caso do BB-DTVM (de cerca de 10% para 20%), Itaú (de 20% a 25%) e BRAM (de 29,3% a 31%); no caso das duas outras instituições, houve ligeira redução (Caixa) ou estabilidade (Santander Brasil).

No recorte *stricto sensu*, observa-se que a parcela de renda fixa e referenciados DI é predominante em todos os casos, e a sensibilidade à subida dos juros, com a migração do primeiro tipo de fundo para o segundo, foi observada em todas as instituições gestoras.

Chama atenção, no que diz respeito a renda variável, a participação dos fundos de ações no caso do BB-DTVM, que embora decrescente no período (de cerca de 16% a 12%), é bastante superior àquela verificada no caso das outras quatro maiores gestoras. A Caixa guarda a segunda colocação em termos de participação destes fundos em seu patrimônio líquido (7,3% em 2014), enquanto nas demais a participação é inferior a 3%.

O gráfico 34 traz a distribuição do patrimônio líquido por tipo de ativo, que reflete em grande parte o observado a partir das categorias de fundos. Infelizmente, a Anbima apenas divulga para o público o último dado coletado em seu “*ranking* de gestão”: neste caso, são os dados referentes a maio de 2015. Chama atenção, aqui, a importância das operações compromissadas no total do patrimônio líquido das cinco maiores gestoras: BB-DTVM traz a maior proporção (42%), seguida do Bradesco (37,9%), do Itaú (34,8%), da Caixa (27,35) e do Santander (18,1%).

Os títulos públicos federais respondem pela outra grande parcela da composição dos ativos das cinco maiores gestoras: Santander concentra 51,8% dos ativos sob sua gestão nesses papéis, o Bradesco 38,7%, a Caixa 38,4%, o BB-DTVM 35,3% e finalmente o Itaú 24,2%. Ainda no mercado de renda fixa, as Letras Financeiras se destacam no portfólio do Itaú (20,5%), Santander, (14%) e Bradesco (11,8%). Para BB-DTVM e Caixa, essa participação fica em torno de 8%. O Santander é a gestora que apresenta a maior (embora muito pequena) participação de debêntures em seu portfólio (6,1%). No tocante à renda variável, são as duas gestoras ligadas a banco públicos que exibem maior participação destes papéis no total de seus ativos: Caixa com 15,2% e BB-DTVM com 9,1%.

Um outro recorte é importante, para entender melhor a composição do portfólio desses fundos: o das diversas categorias de investidores, uma vez que o “*apetite*” de cada uma delas pode ser bastante distinto. Os gráficos 35 e 36 trazem exatamente esse recorte, para maio de 2015. Como seria de esperar, BB-DTVM e Caixa são os gestores com maior participação do poder público como investidor: cerca de 30%, enquanto para as demais esta proporção não chega a 7%. A categoria dos investidores institucionais responde por cerca de 45% do patrimônio líquido do Itaú (42,1%), BB-DTVM (43,1%), Santander (46,7%) e do Bradesco

(50,1%). Apenas a Caixa guarda um perfil diferente de investidores: a participação dos investidores institucionais é de apenas 20,8%.

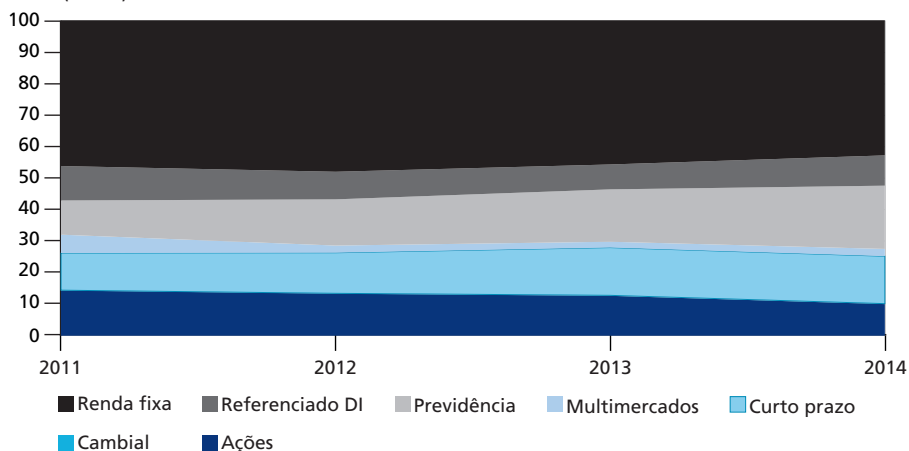
Os investidores institucionais são, em sua ampla maioria, entidades abertas de previdência complementar (EAPC) – categoria que responde por 74,6% dos investidores institucionais no caso do Bradesco, 65% na Caixa e 62,1% no Itaú. No BB-DTVM e no Santander, essas proporções são menores – 47,5% e 35,2%, respectivamente. No BB-DTVM, outra categoria de investidores institucionais cuja participação se destaca são as entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) de empresas públicas, enquanto no Santander são as EFPCs de empresas privadas. Note-se que na Caixa também, a proporção de investidores da categoria EFPC de empresas públicas é importante (28,5% do total dos investidores institucionais).

As parcelas do patrimônio líquido de propriedade do segmento Corporate são aproximadamente equivalentes para Itaú (23,7%), Bradesco (23,3%) e Caixa (21,9%), enquanto guardam uma proporção muito menor no caso do BB-DTVM (4,6%) e Santander (6,4%).

Entre as cinco gestoras, o Santander é aquela com a maior participação do segmento varejo (32,7%) em seu patrimônio líquido, seguido da Caixa (32%), do Itaú (20,9%), do BB-DTVM (19,6%) e finalmente do Bradesco (13,7%). Aparentemente, apesar de o Banco Bradesco atrair grande contingente do varejo, o mesmo não se aplica a sua gestora de fundos.

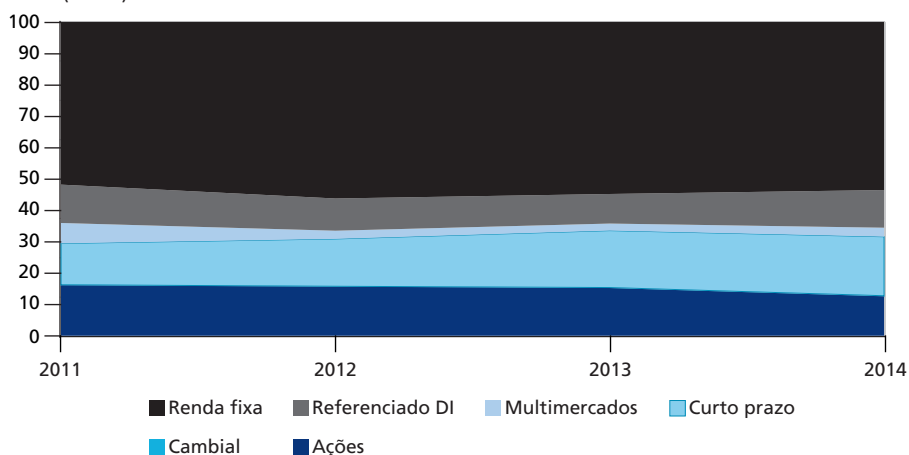
O segmento *private* tem pequena participação nos patrimônios líquidos das cinco maiores instituições gestoras de fundos, oscilando em torno de 5% – com exceção do Itaú, em que esta proporção atinge 11,6%. Quando se compara esta participação com a verificada para o total do setor de fundos de investimentos, de aproximadamente 15%, vê-se que ela fica bem abaixo. Isto porque o segmento *private* é atendido, muitas vezes, por pequenas instituições gestoras que operam com fundos exclusivos, especificamente voltados exatamente para este segmento.

GRÁFICO 24
Patrimônio líquido do BB-DTVM por tipo de fundo
 (Em %)



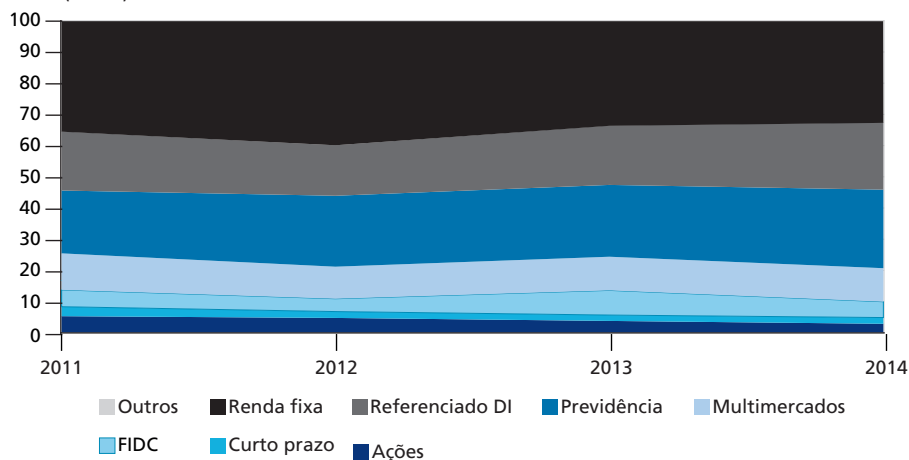
Fonte: Anbima ([s.d.]).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 25
Patrimônio líquido do BB-DTVM por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
 (Em %)



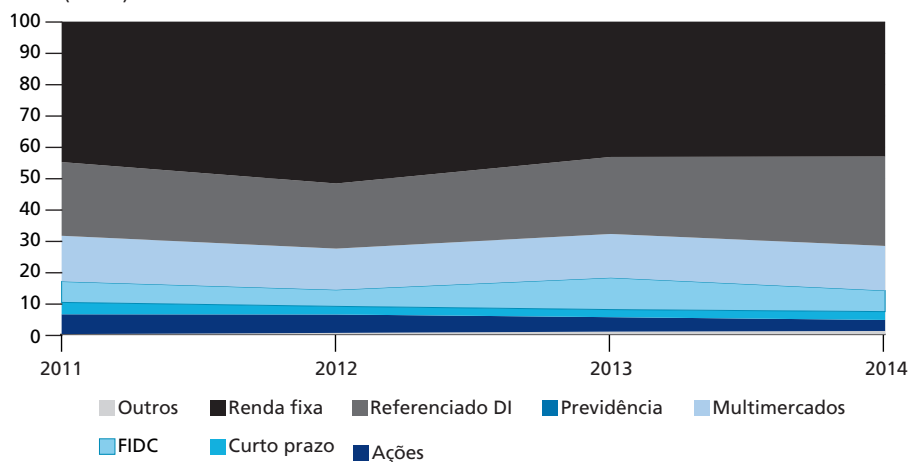
Fonte: Anbima ([s.d.]).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 26

Patrimônio líquido do Itaú-Unibanco por tipo de fundo
(Em %)

Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

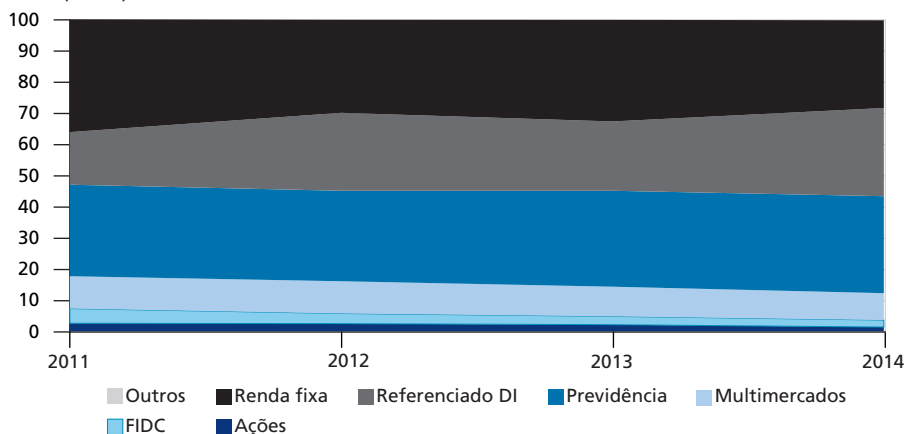
GRÁFICO 27

Patrimônio líquido do Itaú-Unibanco por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
(Em %)

Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 28

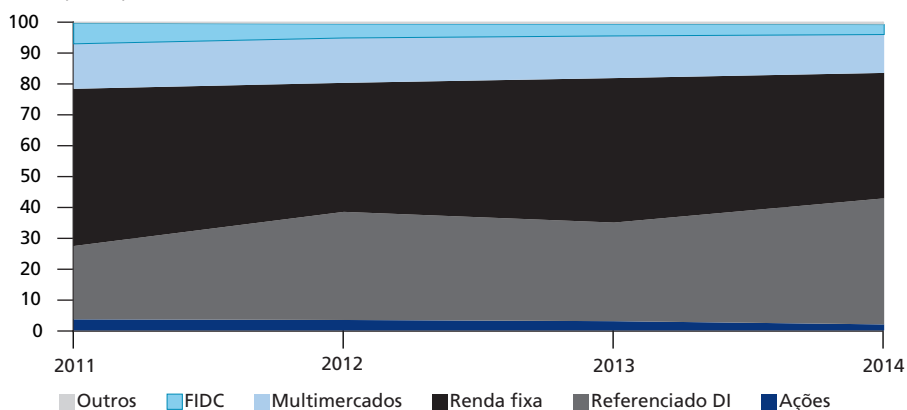
Patrimônio líquido do Bradesco Asset Management (Bram) por tipo de fundo (Em %)



Fonte: Anbima ([s.d.]e).
Elaboração da autora.

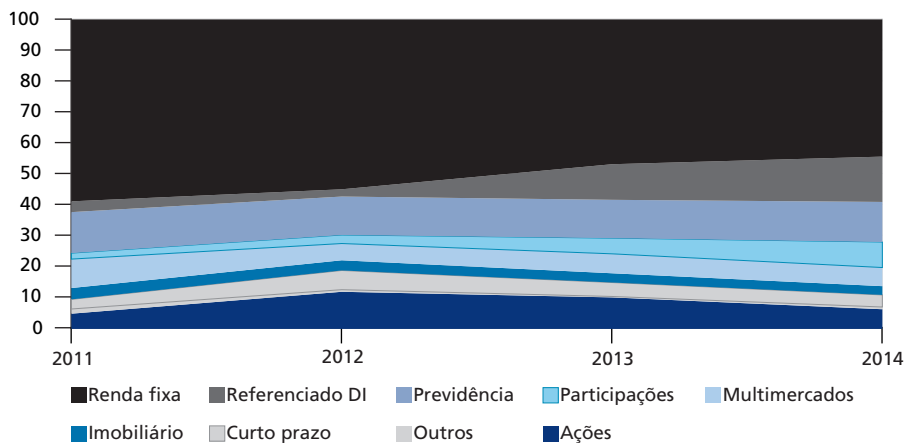
GRÁFICO 29

Patrimônio líquido do Bradesco Asset Management (Bram) por tipo de fundo – recorte *stricto sensu* (Em %)



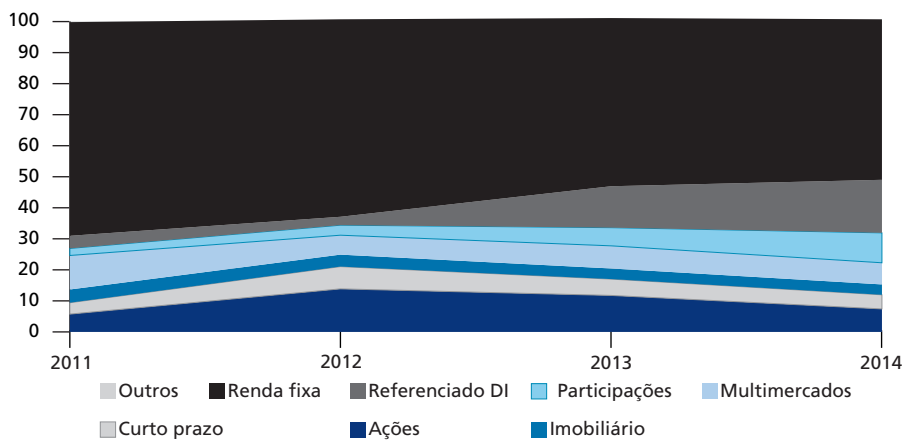
Fonte: Anbima ([s.d.]e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 30
Patrimônio líquido da Caixa por tipo de fundo
(Em %)



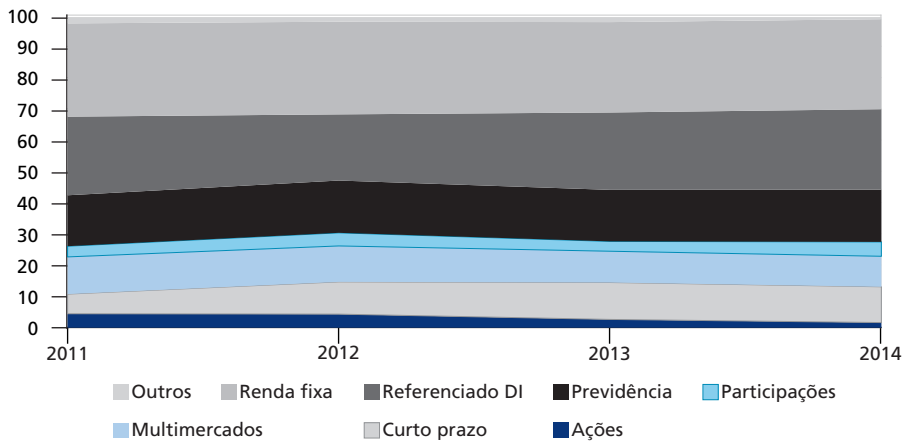
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 31
Patrimônio líquido da Caixa por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
(Em %)



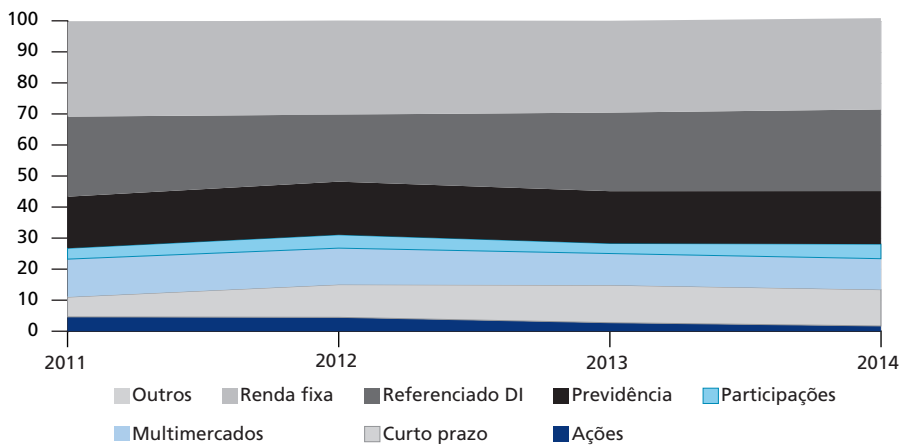
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 32
Patrimônio líquido do Santander Brasil por tipo de fundo
 (Em %)



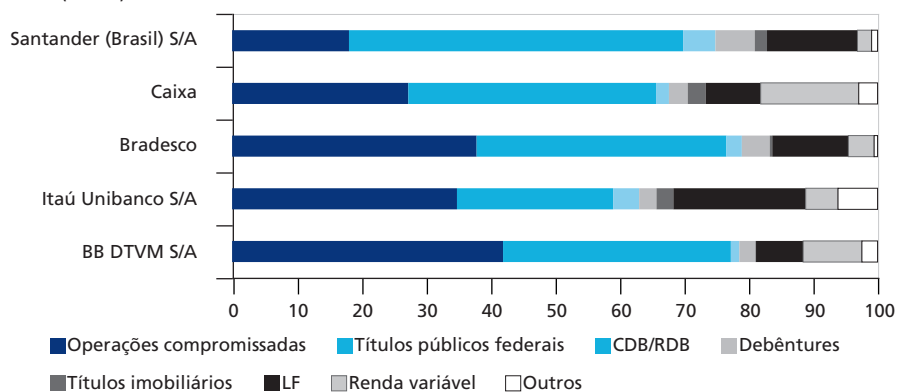
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 33
Patrimônio líquido do Santander Brasil por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
 (Em %)



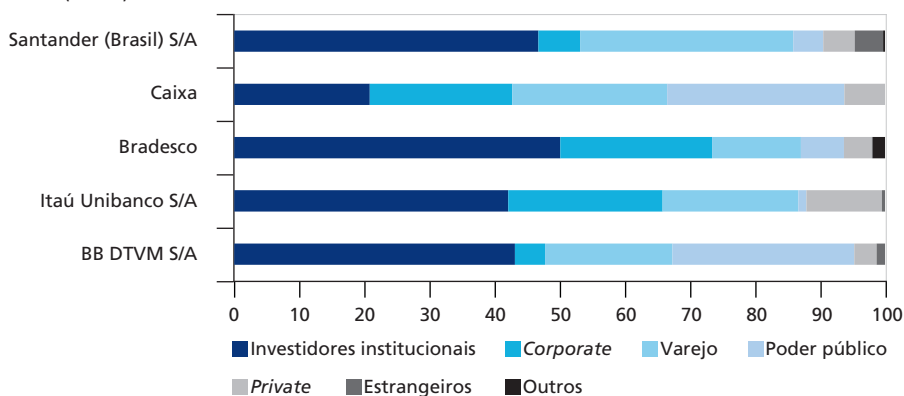
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 34
Patrimônio líquido por ativo (maio de 2015)
(Em %)



Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 35
Distribuição do patrimônio líquido por investidor (maio de 2015)
(Em %)

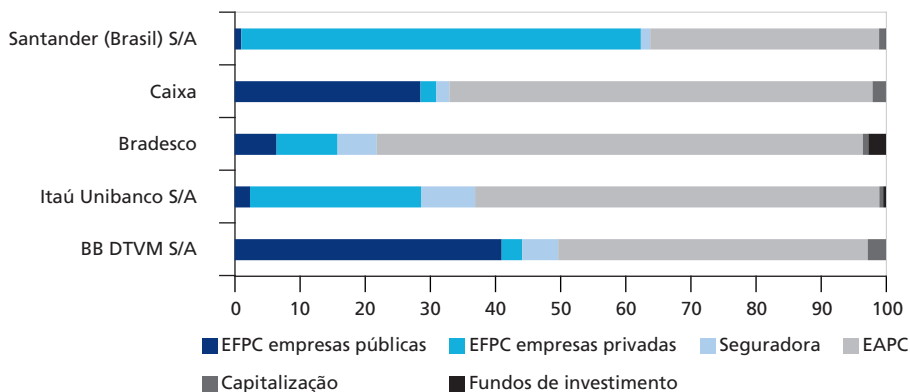


Fonte: Anbima (2016).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 36

Composição dos investidores institucionais (maio de 2015)

(Em %)



Fonte: *Anbima (2016)*.
Elaboração da autora.

9 À GUIA DE CONCLUSÃO: FATOS ESTILIZADOS

Os condicionantes das decisões de alocação de riqueza dos agentes privados são de três ordens:

- a política macroeconômica, que condiciona a trajetória dos preços-chave;
- a política tributária, que aparece como um importante instrumento de política financeira; e
- o ambiente regulatório, que condiciona o espaço dos proprietários de riqueza para tomarem suas decisões. A fim de entender a importância deste ambiente e as particularidades do Brasil, as comparações internacionais são fundamentais.

Os fundos de investimentos têm fundamental importância no carregamento da DPMFi, o que implica eventuais cobranças de “pedágios” no caso de redução de taxa de juros básica. No caso de um aumento da taxa de juros, eles se mostraram mais sensíveis do que o que se observa no total da economia e rapidamente migraram para papéis indexados a juros pós-fixados.

Observa-se uma competição entre fundos de investimento e novos instrumentos de captação, LCI e LCA, em função de vantagens tributárias destes papéis. O segmento varejo, especialmente, vem optando crescentemente por esta alternativa de aplicação de riqueza. Há grande pressão por parte dos gestores para que estas vantagens sejam eliminadas.

A análise preliminar das carteiras dos cinco maiores gestores de fundos deve ser aprofundada, especialmente pela extensão do período coberto pelos dados e pela realização de entrevistas. Por ora, é possível ver que todos têm como principal aplicação os fundos concentrados em títulos públicos, e que a sensibilidade dos gestores à subida dos juros, no sentido de migrar para aplicações pós-fixadas, foi equivalente em todos eles – tanto os ligados a bancos públicos quanto aqueles pertencentes a conglomerados privados. As duas instituições ligadas a bancos públicos guardam duas diferenças importantes em relação às demais: a maior parcela aplicada em fundos de ações (especialmente no caso do BB-DTVM) e a maior participação do poder público entre as categorias de investidores.

Está na pauta da atual política econômica a redefinição do papel dos bancos públicos no financiamento de longo prazo (infraestrutura, indústria) em prol do aumento da importância do mercado de capitais (renda fixa); a recente iniciativa do BNDES, aludida na seção 3 deste texto, foi nessa direção, mas a liquidez e a rentabilidade dos títulos públicos e das operações compromissadas coloca limites a esta expansão via fundos de investimentos.

Por sua vez, com a regulação vigente, os fundos de investimentos não parecem colocar riscos à estabilidade financeira.

REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITALIS. **Fundos de investimento**. Vários anos. [s.d.]a.

_____. **Mercado de capitais**. Vários anos. [s.d.]b.

_____. **Private**. Vários anos. [s.d.]c.

_____. **Varejo**. Vários anos. [s.d.]d.

_____. **Anuário de fundos**. Vários anos. [s.d.]e.

_____. **Súmula de legislação: fundos de investimento**. 2014.

_____. **Panorama Anbima**. ano V, n. 39, jan. 2015.

_____. **Ranking global de administração de recursos de terceiros**, vários anos. Dados cedidos pela ANBIMA a partir de pedido institucional, atestando sua utilização para fins de pesquisa, 2016.

AKYÜZ, Y. Financial liberalization: the key issues. **UNCTAD**, Geneva, n. 56, 1993. (Discussion Paper). Disponível em: <<http://goo.gl/sQJwHz>>.

BELLUZZO, G. L. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global**. 1. ed. Campinas: Unesp, 2009.

BITTENCOURT, J. L. A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. 502 p.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília: Congresso Nacional, 1965.

_____. Lei nº 6.385,12 de julho de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Congresso Nacional, 1976.

_____. Tesouro Nacional. **Relatório mensal da dívida pública federal**. 2015. anexo 2.7. Disponível em: <<http://migre.me/v2lga>>.

CIDADE, M.; CORRADIN, V. **Fomentando o financiamento privado de longo prazo**. *In*: SEMINÁRIO ANBIMA DE RENDA FIXA E DERIVATIVOS DE BALCÃO, 5., 2014. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/LAf52M>>.

CMN – CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 1.779, de 1990. Dispõe sobre a obrigatoriedade de registro no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e no sistema de registro e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). Brasília: CMN, 1990.

_____. Resolução nº 2.451/1997. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Brasília: CMN, 1997.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 409/2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília: CVM, 2004.

_____. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro, 2014.

CORRADIN, V. Captações com dívida aumentam em dezembro. **Panorama Anbima**, Ano V, n. 39, jan. 2015.

FREITAS, M. C. P. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. **Boletim do Grupo de Economia Fundap**, n. 4, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/IZF3ba>>.

GOMES, K.; CINTRA, M. *Hedge funds* e as implicações para o Brasil. *In*: CINTRA, M.; GOMES, K. (Org.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012. v. 1.

MINSKY, H. **Money manager capitalism**. Levy Economics Institute of Bard College, 1989. Disponível em: <<http://migre.me/v2gib>>.

RAGAZZI, A. P. CVM reforma regulação de fundos. **Valor Econômico**, 18 dez. 2014. Disponível em: <<http://migre.me/v2h3Z>>.

SOCHACZEWSKI, A. C. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil: 1952-1968**. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.

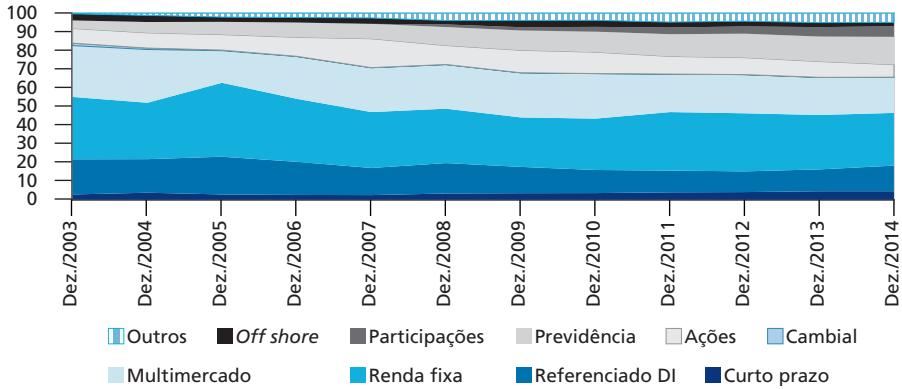
TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido**: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas. São Paulo: Iedi, jun. 2012.

_____. **Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos**: evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro. Brasília: Confederação Nacional da Indústria, 2014.

TRINDADE, M. **Desafios estratégicos para a indústria de fundos de investimento**. Rio de Janeiro, 15 mar. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/y6jl97>>.

ANEXO A

GRÁFICO A.1
Panorama geral – distribuição do patrimônio líquido dos fundos de investimento entre as diversas categorias de fundos – recorte *lato sensu* (2003-2014)
 (Em %)



Fonte: Anbima ([s.d.]).
 Elaboração da autora.

REFERÊNCIAS

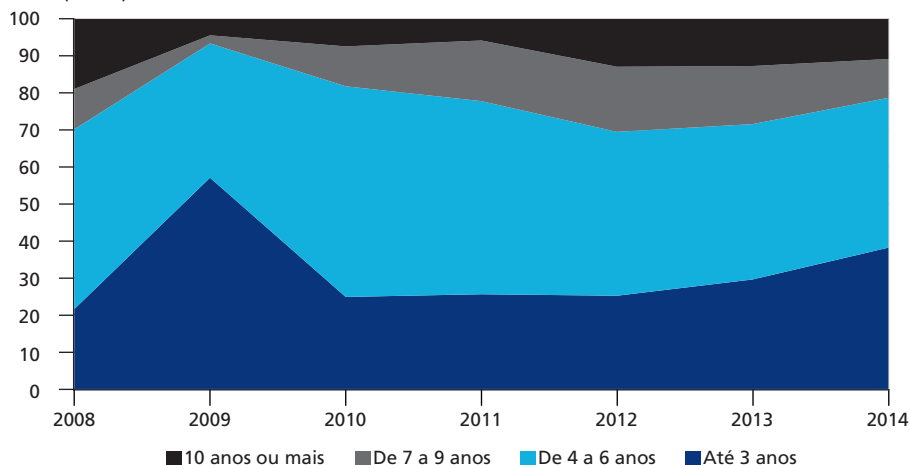
ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Fundos de investimento. Vários anos. [s.d.].

ANEXO B

MERCADO DE RENDA FIXA – DEBÊNTURES

GRÁFICO B.1

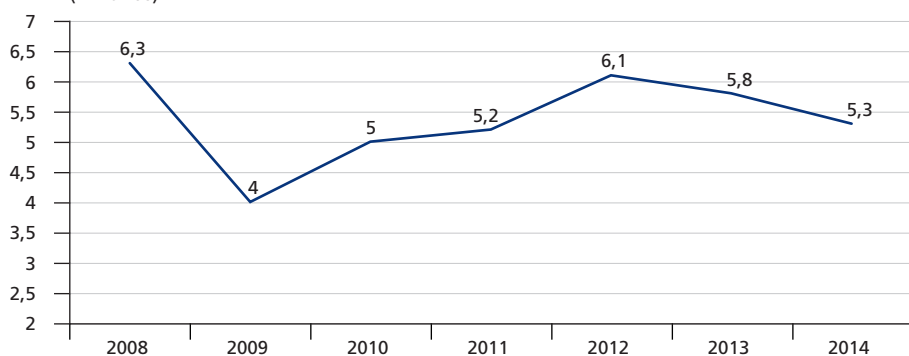
Perfil do prazo de debêntures (1ª repactuação) – participação por número
(Em %)



Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

GRÁFICO B.2

Prazo médio das debêntures
(Em anos)



Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

REFERÊNCIAS

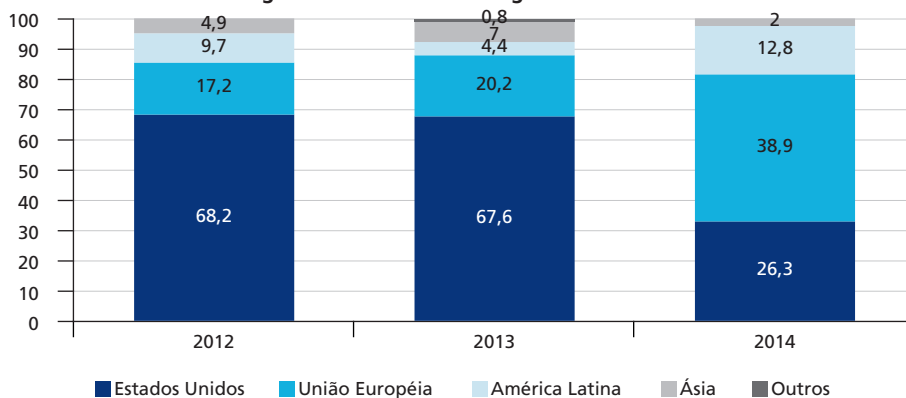
ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Mercado de capitais**. Vários anos. [s.d.].

ANEXO C

RENDA VARIÁVEL

GRÁFICO C.1

Investidores estrangeiros nas ofertas estrangeiras de renda variável



Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Mercado de capitais**. Vários anos. [s.d.].

OS FUNDOS BRASILEIROS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: SEGMENTAÇÕES ANALÍTICAS E ESTUDOS PRELIMINARES SOBRE A ALOCAÇÃO DE SEUS RECURSOS

Bruno De Conti¹

1 INTRODUÇÃO

O sistema previdenciário permite aos trabalhadores de um determinado país a manutenção de uma renda mesmo após sua aposentadoria, além de garantir uma remuneração básica às pessoas que não têm condições de obtê-la por meio do trabalho – indivíduos que por motivo de saúde física ou mental não apresentam condições para a atividade laboral. Trata-se, destarte, de um dos mais importantes pilares da rede de proteção social de um país.

Parte dos países do globo apresenta um sistema público de previdência que, por meio dos tributos arrecadados, remunera a população beneficiária. Esse modelo, chamado *sistema de repartição*, baseia-se, portanto, na solidariedade intergeracional, já que funciona a partir da captação de recursos da população ativa e imediata transferência à população inativa. Em outros países, vige o chamado *sistema de capitalização*, no qual as contribuições do trabalhador durante sua vida laboral são investidas – em grande parte no mercado financeiro – para posterior remuneração desse mesmo indivíduo, durante sua aposentadoria.

Em paralelo ao sistema *básico* de previdência social, pode existir, também, um sistema de previdência *complementar*. Como o nome indica, a ideia é criar mecanismos que permitam aos participantes a complementação de sua renda no momento em que se tornarem inativos. Para tanto, contribuem durante a vida laboral, com vistas ao usufruto de uma renda (adicional) futura. Nesse sistema, a contribuição dos participantes – e eventualmente também dos “patrocinadores” (empresas onde essas pessoas trabalham) – é alocada em um fundo, gerido por uma *entidade de previdência complementar*, cujo objetivo é a valorização desses recursos de forma a proporcionar um rendimento suficiente para o pagamento dessa renda futura a cada participante do fundo. Trata-se, portanto, de um sistema que concentra recursos de milhares de indivíduos e os aplica em ativos diversos,

1. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp) e pesquisador no Ipea em seu subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD).

com vistas à sua valorização. As premissas básicas são as de que a concentração de recursos que de outra forma estariam pulverizados, aliada à cessão desses recursos a um gestor profissional permitirão uma maior valorização das carteiras.

No Brasil, coexistem um sistema básico de previdência social – no modelo de repartição – e um sistema complementar – no modelo de capitalização. Apesar de sua existência histórica, é no período mais recente que os fundos de previdência complementar ampliam enormemente sua importância. Em realidade, alterações regulatórias vêm crescentemente estimulando o sistema de previdência complementar, não apenas no Brasil, mas em todo o mundo.

O fenômeno em questão é parte integrante de um movimento muito mais amplo e profundo, chamado de “globalização financeira”, cujo estudo transcende o escopo deste trabalho, mas que é importante de ser destacado em função de algumas das suas decorrências. O primeiro ponto importante, para os propósitos desta pesquisa, é a constatação de que no contexto atual a riqueza financeira é muito mais passível de sofrer realocações, em função da liberalização e desregulamentação financeira ocorrida em todo o mundo. O segundo ponto importante é que nesse novo contexto os investidores institucionais assumem um papel de protagonismo na economia mundial. Justamente por concentrarem volumosas (e crescentes) massas de recursos e pela quebra de muitas fronteiras na aplicação desses recursos, os fundos de investimento e os fundos de previdência se tornam atores-chave na compreensão da dinâmica financeira internacional.

Dados da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) indicam que nos Estados Unidos os ativos dos fundos de pensão correspondiam, em 2013, a 83% do produto interno bruto (PIB); no Reino Unido, no mesmo ano, essa proporção atingia os 100,7%. No Brasil, os valores ainda não chegaram a esses patamares verificados no centro, mas trata-se, igualmente, de um imenso volume de recursos. No país, ao final do primeiro semestre de 2014, o volume alcançado pelo conjunto das carteiras das entidades de previdência complementar era de R\$ 1,071 trilhão, o que equivalia a mais de 20% do PIB brasileiro.

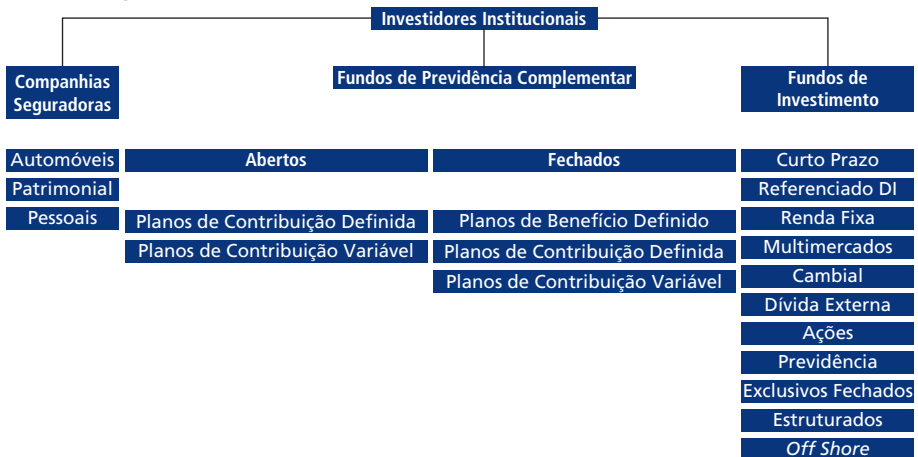
Esse volume de recursos justifica, portanto, pesquisas que se debruçam sobre os fundos de previdência complementar e sobre a administração de suas carteiras. Dentro desse esforço, o presente trabalho tem como principal objetivo a análise das formas de alocação da riqueza gerida por esses fundos. Como objetivo associado, pretende-se avaliar as possibilidades de que essa enorme massa de recursos venha a se constituir como *fundraising* para o financiamento de longo prazo no Brasil. As pesquisas que dão origem a esse capítulo são parte integrante do projeto “Metodologias de acompanhamento dos principais mercados financeiros no Brasil”, em seu subprojeto “Comportamento dos fundos de previdência (públicos e privados)”, coordenado pela Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Além desta introdução, o texto seguirá a seguinte estrutura: *i*) breve discussão sobre os investidores institucionais, com algumas comparações internacionais; *ii*) apresentação do sistema brasileiro de previdência; *iii*) identificação dos distintos grupos de fundos de previdência complementar; *iv*) análise dos fundos fechados de previdência complementar (2004-2014); e *v*) considerações finais e encaminhamentos da pesquisa.

2 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, FUNDOS DE PREVIDÊNCIA E COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

Os investidores institucionais concentram e gerem poupanças individuais. Pelos ganhos de escala oriundos da concentração de recursos que estariam de outra forma pulverizados, mas também por contarem com uma estrutura profissional e *expertise*, supõe-se que esses investidores institucionais possam alocar a riqueza coletiva de forma não apenas a manter o patrimônio de seus detentores, mas também a gerar consideráveis ganhos de capital. No contexto de globalização financeira, os investidores institucionais assumem um papel de protagonismo na economia mundial, já que, concentrando volumosas (e crescentes) massas de recursos e diante da quebra de muitas fronteiras na aplicação dessa riqueza, tornam-se atores-chave na determinação da dinâmica financeira internacional. Esses investidores institucionais incluem basicamente as seguradoras, os fundos de previdência e os fundos de investimento, com subdivisões internas a cada um dos grupos (figura 1).

FIGURA 1
Principais investidores institucionais



Fonte: Bastos (2015), baseado em documentos da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), Superintendência de Seguros Privados (Susep) e Anbima.

A tabela 1 evidencia o acelerado crescimento dos ativos geridos pelos investidores institucionais desde o início do século. Os fundos de investimento são aqueles que mais aumentam as suas carteiras (até mesmo pela participação dos fundos de previdência nesses fundos de investimento, como se verá adiante), mas seguradoras e fundos de previdência também apresentam um ritmo bastante intenso de crescimento. Para os países da OCDE, o conjunto dos investidores institucionais atingiu, em 2013, o patamar de US\$ 92,6 trilhões, o que corresponde a praticamente o dobro do PIB desses países.

TABELA 1

Investidores institucionais, ativos totais – países da OCDE (2001-2013)
(Em US\$ trilhões)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fundos de previdência	11,0	10,8	13,3	14,7	15,9	17,9	19,6	15,8	18,0	20,0	20,6	22,3	24,7
Seguradoras	10,8	12,1	15,9	18,0	18,1	20,2	22,1	20,2	22,2	23,4	23,8	25,5	26,1
Fundos de investimento	12,0	12,3	15,2	17,4	19,0	22,6	26,4	21,4	26,9	28,9	28,4	31,9	34,9
Outros veículos	3,1	3,5	4,1	4,6	4,7	5,2	5,7	5,6	6,1	6,5	6,5	7,1	6,9
Total	36,9	38,7	48,5	54,7	57,7	65,9	73,8	63,0	73,2	78,8	79,3	86,8	92,6
PIB (%)	122	124	150	159	158	169	179	148	176	181	175	186	194

Fonte: OECD Global Pension Statistics. Disponível em: <<http://bit.do/cDHAF>>

Elaboração: Bastos (2015).

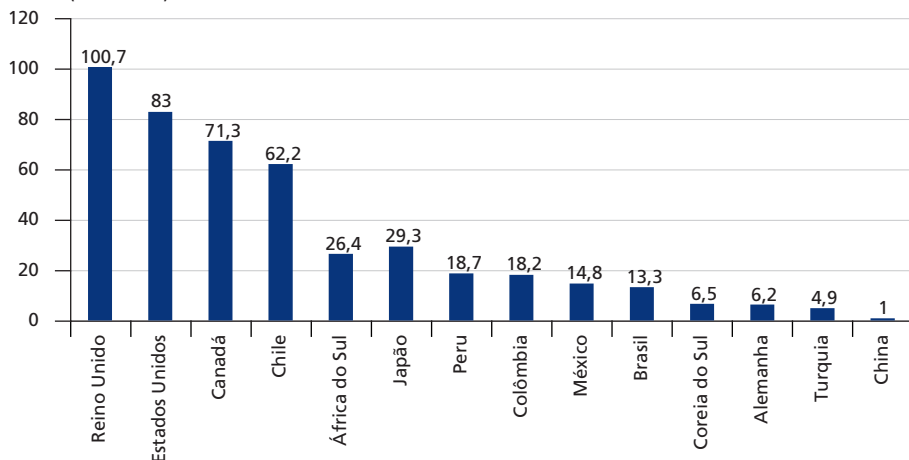
Obs.: *Outros veículos* incluem fundações, fundos de doações, parcerias de investimento privado e outras formas de investidores institucionais.

Não se deve ignorar, contudo, as enormes diferenças entre o volume de recursos geridos por esses investidores institucionais nos distintos países do globo. O gráfico 1 evidencia essa discrepância no que diz respeito especificamente aos fundos de previdência. Nota-se que, no Reino Unido, os ativos totais sob controle desses fundos superam o PIB e essa razão ativos/PIB é também muito elevada nos Estados Unidos, no Canadá e no Chile. Na Coreia do Sul, Alemanha, Turquia e China, essa razão sequer chega a 10%. Embora limitada, essa amostra já deixa evidente que não há qualquer relação entre o grau de desenvolvimento dos países e a importância desses fundos de previdência, já que a explicação encontra-se primordialmente no regime de previdência adotado: repartição, capitalização ou misto.

O sistema de repartição baseia-se na solidariedade intergeracional, visto que funciona a partir da captação de recursos da população ativa e imediata transferência à população inativa. Com isso, não há acúmulo de recursos, já que as contribuições dos ativos se tornam imediatamente a renda dos inativos. No sistema de capitalização, as contribuições do trabalhador durante sua vida laboral são investidas – em grande parte, embora não exclusivamente, no mercado financeiro – para posterior remuneração desse mesmo indivíduo, durante sua aposentadoria. Com isso, forma-se um estoque de riqueza transferido no tempo desde o momento em que o indivíduo começa a contribuir até o momento em que passa a gozar das rendas dessas aplicações. O sistema misto envolve as duas modalidades anteriores.

GRÁFICO 1

Fundos de previdência em países selecionados – ativos totais (2013)
(Em % PIB)



Fonte: OECD Global Pension Statistics (2014).
Elaboração: Bastos (2015).

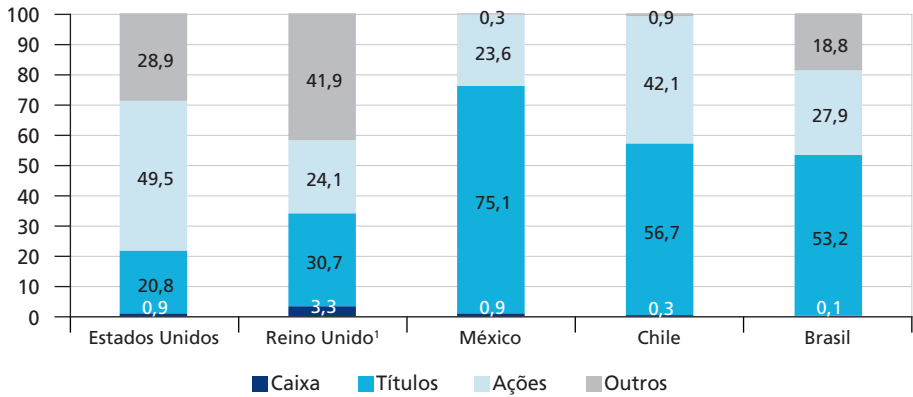
Para o Brasil, a estimativa da OCDE indicava uma relação de 13,3% do PIB em 2013, mas é importante frisar que esse valor corresponde meramente às entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs).² De toda forma, ainda que seja um valor modesto se comparado àquele dos demais países da amostra, o crescimento vem sendo acelerado, como se discutirá na seção 4.

Se os volumes são distintos, a alocação desses recursos por parte dos fundos de previdência também é bastante diversa. Como mostra o gráfico 2, nos Estados Unidos e no Reino Unido, a participação dos títulos na carteira dessas entidades é bem inferior àquela verificada em ações ou em outros tipos de investimento. Nos países latino-americanos, por seu turno, os títulos representam ao menos metade do total de investimentos. Os dados da OCDE não separam os títulos entre públicos e privados, mas seguramente haveria aí também uma diferença, já que a alocação em debêntures é muito mais frequente nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto nos demais países o investimento em títulos públicos costuma ser largamente preponderante – para o caso brasileiro, os dados mais detalhados serão mostrados adiante.

2. A explicação sobre as entidades fechadas e abertas de previdência complementar será feita a seguir, mas vale adiantar, desde já, que para o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar essa razão chegaria a praticamente 20% do PIB do país.

GRÁFICO 2

Fundos de previdência – alocação dos investimentos, países selecionados (2013)
(Em % dos investimentos totais)



Fonte: OECD Global Pension Statistics (2014).

Elaboração: Bastos (2015).

Nota: ¹ Reino Unido, dados de 2012.

Obs.: Inclui alocação direta em títulos e indireta via fundos de investimento. A categoria *outros* inclui imóveis, operações com participantes, *hedge* e produtos estruturados.

Feito esse breve panorama sobre o contexto internacional, que permite algumas comparações, passa-se, na seção seguinte, a uma apresentação do sistema brasileiro de previdência.

3 O SISTEMA BRASILEIRO DE PREVIDÊNCIA

Como antecipado na introdução, coexistem, no Brasil, um sistema básico de previdência social – no modelo de repartição – e um sistema complementar – no modelo de capitalização. O sistema básico é público e consolidado no Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), autarquia do governo federal e vinculado ao Ministério da Previdência Social (MPAS). Para aqueles que desejam uma remuneração adicional,³ a participação no sistema complementar é voluntária e as contribuições são geralmente realizadas em simultâneo àquelas destinadas ao sistema básico de previdência.⁴

É interessante perceber, porém, que o formato hoje chamado de “previdência complementar” surgiu no país antes mesmo da previdência social básica, ainda no século XIX. De acordo com documento do MPAS (Brasil, 2013), já em 1888 formaram-se no Brasil os primeiros fundos de pensão para funcionários da imprensa, do Ministério da Fazenda, dos Correios e da Marinha. O fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, que é hoje o maior fundo de previdência da América Latina, foi fundado

3. O limite máximo para as aposentadorias e os benefícios concedidos pelo INSS estava estipulado para atingir, em 2015, o valor de R\$ 4.662.

4. Embora isso não seja uma regra, já que mesmo os inativos podem contribuir para o sistema de previdência complementar.

em 1904, sob o nome de *Caixa Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil* (Lopes, 2011). O nascimento da previdência social, por sua vez, é associado à Lei Eloy Chaves, sancionada em 1923.⁵

De toda forma, apesar de sua existência histórica, é no período mais recente que os fundos de previdência complementar ampliam enormemente sua importância. Sob a alegação da insustentabilidade das contas do sistema básico de previdência social – entre outras coisas, em função das mudanças demográficas no país –, alterações regulatórias vêm crescentemente estimulando o sistema de previdência complementar.

O quadro 1 revela as principais características e alguns números relativos aos distintos regimes de previdência existentes no Brasil. Além do regime básico (ou geral) e do regime de previdência complementar, enunciados anteriormente, há também os regimes próprios para determinadas categorias do funcionalismo público.

QUADRO 1
Regimes de previdência – Brasil

	Regime geral	Regime próprio	Previdência complementar	
			Aberta	Fechada
Operação	INSS	Administração pública direta ou indireta	Sociedades anônimas com fins lucrativos	Fundações e sociedades civis sem fins lucrativos
Natureza	Pública	Pública	Privada	Privada
Instituição	Lei	Lei	Contratual	Contratual
Filiação	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Abrangência	Pessoas não contempladas pelos regimes próprios	Servidores da União, estados e municípios	Planos individuais e empresariais	Empresas e organizações coletivas
Fiscalização	MPAS	MPAS	Susep	SPC
Participantes – ativos e inativos (milhões)	54,7	7,1	37,0	3,2

Fonte: Bastos (2015).

Obs.: Os dados relativos ao número de participantes não devem ser considerados em conjunto, para evitar dupla contagem.

Funcionando por um sistema de repartição, o regime geral não promove o acúmulo de riqueza, já que, como visto antes, as contribuições dos ativos são imediatamente transferidas aos inativos. Este estudo faz parte de uma pesquisa coletiva mais ampla, que investiga as formas de alocação da riqueza no Brasil. Com esse intuito, no que concerne à previdência, debruça-se sobre os *fundos complementares*, que, funcionando sob sistemas de capitalização, resultam em significativos montantes de riqueza acumulada.⁶

5. Para mais detalhes, ver Brasil (2013).

6. Deve-se ressaltar, porém, que os regimes próprios eram de repartição, mas muitos vêm se metamorfoseando ou sendo criados em sistemas de capitalização. Destaca-se a importância crescente dos regimes próprios de alguns entes federativos, notadamente aqueles dos estados de São Paulo e Rio de Janeiro. A Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (Funpresp), em função do número de potenciais participantes e de seu salário médio, deve tornar-se, em um futuro próximo, o maior fundo de previdência complementar de toda a América Latina. O estudo dos regimes próprios foge, porém, do escopo deste estudo.

4 IDENTIFICAÇÃO DOS DISTINTOS GRUPOS DE FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

A despeito de elementos comuns, destacados na introdução, o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar é extremamente diverso. Seja no que diz respeito ao órgão supervisor ao qual estão submetidos, à legislação incidente sobre suas atividades, à sua clientela, ao seu horizonte temporal, entre tantos outros aspectos, há diferenças extremamente importantes entre os distintos fundos. Como consequência, a gestão das carteiras desses fundos – objeto do presente trabalho – pode ser também bastante distinta, sendo necessário segmentar a análise para não incorrer em generalizações indevidas. Na impossibilidade de análise detalhada de todas as entidades brasileiras de previdência complementar, esse mapeamento se torna relevante para indicar quais são os “grupos” de fundos que merecem, para os propósitos deste trabalho, maior ou menor atenção.

As pesquisas realizadas apontam para a necessidade de recorte dos fundos (e planos) de previdência complementar nos seguintes grupos:

- fechados *versus* abertos;
- grande porte *versus* pequeno porte;
- benefício definido (BD) *versus* contribuição definida (CD); e
- empresas públicas *versus* empresas privadas.

4.1 Fundos de previdência complementar: fechados *versus* abertos

Os fundos de previdência complementar fechados são também chamados de *fundos de pensão*. A diferença básica entre estes e os fundos abertos está nas possibilidades de adesão por parte do público e, em decorrência, no universo dos seus participantes. 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 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.

As entidades fechadas de previdência complementar, de acordo com a Lei Complementar nº 109/2001, devem organizar-se sob a forma de sociedade civil ou fundação sem fins lucrativos. Quando instituídos por alguma empresa, esses fundos devem ter uma gestão de recursos terceirizada, por intermédio da contratação de instituição autorizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) ou outro órgão competente. Na prática, as empresas de grande porte constituem as entidades fechadas que administrarão o fundo de previdência de seus funcionários. Essas empresas geralmente aportam recursos para complementar a contribuição individual de cada funcionário, com a proporção sendo variável, mas chegando, em muitos casos, a ser paritária (patrocinador e funcionário contribuem com o mesmo montante).

Dado que esses fundos estão vinculados às empresas, estas se tornam corresponsáveis, devendo prestar socorro na eventualidade de problemas financeiros do fundo.⁷ Sob a ótica dos trabalhadores da empresa, trata-se de uma importante garantia com relação à preservação dos recursos que lhes remunerarão durante sua aposentadoria. Sob a ótica da gestão da empresa, o desempenho desses fundos acaba contaminando a percepção de risco sobre a empresa como um todo – sobretudo em empresas de capital aberto.

Em função disso – e também pela lógica de enxugamento de custos –, as empresas vêm crescentemente optando pelo não oferecimento – ou descontinuidade – desses fundos fechados aos seus funcionários. Oferecem, alternativamente, planos coletivos de entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), o que explica parte importante do exacerbado crescimento desses fundos abertos no período recente.

Nos últimos dez anos, os recursos dos fundos abertos mais que triplicaram em termos reais em razão da incorporação desses novos funcionários de empresas que outrora ofereciam fundos fechados, mas não só. O que ocorre, adicionalmente, é que esses fundos são geralmente geridos por bancos comerciais, sendo oferecidos aos seus correntistas na forma de uma aplicação financeira como outra qualquer.⁸ Como consequência, esses recursos não são necessariamente encarados segundo a lógica precípua dos fundos de previdência, qual seja, a de constituir uma poupança financeira que será utilizada apenas no momento da aposentadoria dos participantes. Alternativamente, são vistos como uma aplicação financeira que concorre com os demais produtos oferecidos pelo banco. Isso acaba sendo inclusive estimulado pelos privilégios tributários incidentes sobre alguns planos e, sobretudo, sobre a modalidade VGBL – Vida Gerador de Benefício Livre, que apresenta o benefício da tributação exclusiva sobre os rendimentos, enquanto em outras aplicações financeiras os tributos incidem na contribuição e no resgate.

Diante disso, os gestores desses planos abertos de previdência têm por hábito apresentá-los aos seus clientes como uma alternativa rentável de aplicação financeira, ainda que na ausência de propósitos propriamente previdenciários por parte do participante. A consequência inevitável é que esses fundos precisam apresentar um desempenho constantemente satisfatório em relação à média das outras aplicações financeiras, não apenas para atrair novos participantes, mas também para mantê-los. Se a rentabilidade desses fundos não for “competitiva” – mesmo que por um curto período –, os participantes migrarão para outras modalidades de investimento. Esse comportamento, bastante lógico do ponto de vista microeconômico, tem importantes implicações macro, sobretudo para os propósitos desta pesquisa, já que a possibilidade de que esses recursos dos fundos

7. De acordo com o artigo 21 da Lei Complementar nº 109/2001, “[o] resultado deficitário nos planos ou nas entidades fechadas será equacionado por patrocinadores, participantes e assistidos, na proporção existente entre as suas contribuições, sem prejuízo de ação regressiva contra dirigentes ou terceiros que deram causa a dano ou prejuízo à entidade de previdência complementar.”

8. De acordo com o artigo 60 da Lei Complementar nº 109/2001, “[a] concessão de benefício pela previdência complementar não depende da concessão de benefício pelo regime geral de previdência social.” Qualquer pessoa, portanto, pode participar desses planos, independentemente de sua condição laboral.

abertos de previdência constituam um *funding* de longo prazo fica problematizada. Isso, pois seus administradores se adaptam à necessidade de obtenção de resultados constantemente competitivos, praticando uma gestão de caráter preponderantemente “curtoprazista”. Nos fundos fechados, por sua vez, os participantes preveem o uso desses recursos apenas no momento de sua aposentadoria, e esse horizonte temporal permite – ou, ao menos, deveria permitir – aos administradores uma gestão menos preocupada com os resultados de curto prazo.⁹

No que diz respeito ao arcabouço legal, há também diferenças. As entidades abertas de previdência complementar devem se constituir sob a forma de sociedades anônimas – ou por meio de seguradoras que operem apenas no ramo vida – e estão sujeitas à regulação do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e à fiscalização da Susep, órgãos ligados ao Ministério da Fazenda. As entidades fechadas, por sua vez, constituem-se sob a forma de fundações ou organizações civis sem fins lucrativos, sendo reguladas pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC) e fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), vinculados ao MPAS.¹⁰

A tabela 2 resume as principais diferenças entre as EFPCs e as EAPCs, apresentando também alguns dados relativos ao número de entidades e de participantes em cada um dos grupos.

TABELA 2
Entidades fechadas e abertas de previdência complementar

	Entidades fechadas (EFPCs)	Entidades abertas (EAPCs)
Finalidade	Sem fins lucrativos	Com fins lucrativos
Organização cível	Organizadas por empresas e entidades associativas na forma de fundação/sociedade civil	Organizadas por instituições financeiras e seguradoras na forma de sociedade anônima
Destinação das reservas	Rentabilidade e <i>superavit</i> revertidos ao plano de benefícios	Rentabilidade e <i>superavit</i> remuneram os administradores
Gestão	Autonomia na escolha das instituições financeiras	Vinculação a uma única entidade financeira
Governança	Conselhos deliberativo e fiscal compostos por participantes indicados pelo patrocinador e eleitos pelos participantes	Participação do associado restrita às assembleias de cotistas e na aprovação de contas
Número de entidades ¹	317	1.162
Participantes ativos ²	2.483.572	17.518.900
Total de beneficiários²	705.682	402.683

Fonte: Bastos (2015), Abrapp (2015) e FenaPrevi.

Notas: ¹ Dados relativos a dez./2014 para EFPC e EAPC.

² Dados relativos a dez./2014 para EFPC e out./2014 para EAPC. Dado que um mesmo indivíduo pode ter mais de um plano de previdência, o número de participantes contém certamente dupla contagem. Para os planos individuais (que excluem, portanto, os empresariais) em EAPC, o número de CPFs registrados era, em out./2014, de 8.673.032.

Se as entidades abertas de previdência complementar são bastante majoritárias tanto no número de instituições, quanto no de participantes, do ponto de vista do

9. Essas questões, centrais para a pesquisa em curso, serão tratadas mais adiante detalhadamente.

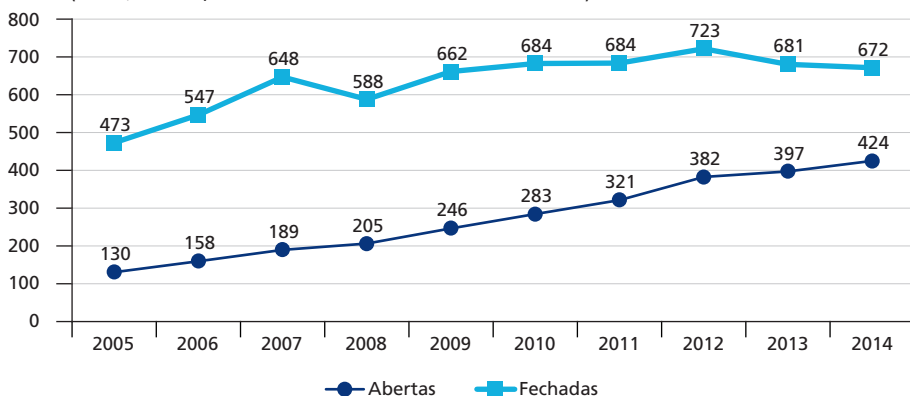
10. Para mais detalhes, ver a Lei Complementar nº 109, de 29 de maio 2001; a Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009; e o Decreto nº 7.123, de 3 de março de 2010.

volume de recursos geridos, a situação se inverte, e, as entidades fechadas possuem uma carteira consolidada que é ainda bastante superior àquela das entidades abertas. O gráfico 3 mostra que, em dezembro de 2014, o conjunto das entidades fechadas dispunha de uma carteira de R\$ 672 bilhões contra R\$ 424 bilhões dos fundos abertos. No entanto, pelas razões discutidas aqui, os fundos abertos apresentam um crescimento muito mais acelerado. Entre 2005 e 2014, a taxa média de crescimento anual da carteira dos fundos fechados foi de aproximadamente 4% em termos reais, um valor que já é bastante elevado, mas aquela das entidades abertas foi mais do que o triplo (14% ao ano – a.a.). Destarte, algumas previsões já indicam que em pouco tempo o volume de recursos dos fundos abertos já será superior àquela das entidades fechadas.¹¹

GRÁFICO 3

Carteiras consolidadas das entidades fechadas e abertas de previdência complementar (2005-2014)

(Em R\$ bilhões, valores constantes de dezembro de 2014)



Fonte: Abrapp; Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (FenaPrevi).

Elaboração do autor.

Obs.: 1. Transformação em valores reais a partir do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE).

Para uma análise das tendências da alocação da riqueza financeira do conjunto dos fundos de previdência complementar, é necessário, portanto, acompanhar a evolução de ambos os grupos. Como principal diferença na gestão desses recursos, destaca-se a percepção, já indicada anteriormente, de que os recursos das entidades fechadas podem ter mais potencial para constituição de um *funding* de longo prazo, já que o horizonte temporal das aplicações é efetivamente longo – como seria de se esperar de um fundo de previdência. Os fundos abertos, por sua vez, gerem seus recursos segundo uma lógica mais curtoprazista, já que muitas vezes não cumprem o papel propriamente da previdência, mas são encarados apenas como uma – entre outras – alternativa de aplicação financeira.

11. Na contramão dessa tendência, é necessário destacar que a recém criada Funpres, mencionada anteriormente, tende a crescer muito nos próximos anos, devendo tornar-se, em breve, o maior fundo de previdência complementar do Brasil.

4.2 Fundos de previdência complementar: grande porte *versus* pequeno porte

Como seria de se esperar, o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar apresenta um espectro bastante amplo no que diz respeito ao seu porte. No que concerne aos fundos fechados, Lopes (2012) indica que aqueles com reservas inferiores a R\$ 2 bilhões representam cerca de 84% do total, mas sua participação nas reservas totais não atinge 18%. A concentração desses recursos fica ainda mais patente quando se constata que os dez maiores fundos possuem mais de 60% dos recursos totais.

Essa segmentação é importante pois as pesquisas realizadas indicam um comportamento bastante distinto na gestão dos fundos, a depender de seu tamanho. Os fundos com volume reduzido de recursos costumam adotar uma postura mais conservadora (avessa ao risco), seja em função da menor margem para acomodar eventuais perdas, seja em função da ausência de uma estrutura profissional de gestão. Se o recurso à alocação de parte relevante da carteira em investimentos de renda fixa já é amplamente utilizado por todas entidades de previdência complementar, naquelas de menor porte a participação dessa modalidade de investimento é ainda mais importante, chegando comumente a 80% ou mesmo a 90% do portfólio. Entidades com estoques maiores de recursos têm mais condições de diversificar seus portfólios em direção a investimentos “alternativos.”

Para as entidades fechadas de previdência complementar, essa diferença na estratégia dos fundos de grande e pequeno porte é muito nítida e, como mostra a tabela 3, o percentual alocado fora da renda fixa cresce em linha com o patrimônio da entidade.

TABELA 3
EFPC – Alocação média por faixa de patrimônio (2014)
(Em %)¹

Patrimônio	Renda fixa	Outros
Até R\$ 100 milhões	90,2	9,8
Entre R\$ 100 milhões e R\$ 500 milhões	85,4	14,6
Entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões	84,1	15,9
Entre R\$ 2 bilhões e R\$ 10 bilhões	82,8	17,2
Acima de R\$ 10 bilhões	69,2	30,8

Fonte: Abrapp.

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Os valores referem-se à média não ponderada de cada faixa de patrimônio. Como será mostrado no capítulo 8, contudo, os três maiores fundos do Brasil – Previ, Petros e Funcef – possuem carteiras com uma participação em renda fixa que é muito menor do que as médias apresentadas na tabela 3, puxando para baixo a participação desse tipo de aplicação na carteira consolidada total das EFPCs.

Fundos de pequeno porte, portanto, raramente adotam estratégias divergentes daquelas de seus pares. Ao contrário, tendem a gerir suas carteiras absolutamente de acordo com as convenções do mercado, seja pelo mimetismo, seja porque, não contando com uma estrutura profissional de gestão de portfólio, contratam consultorias que acabam

sendo as verdadeiras responsáveis pela gestão do conjunto das carteiras desses pequenos fundos. Dessa forma, percebe-se que: *i*) mesmo em conjunto, os fundos de pequeno porte representam uma parcela pequena do volume total de recursos; e *ii*) o comportamento desses fundos é bastante previsível e conservador. Diante disso, percebe-se que, para os propósitos desse trabalho, a análise desses fundos de pequeno porte é bem menos relevante do que aquela dos grandes fundos.

4.3 Planos de previdência complementar: benefício definido *versus* contribuição definida

Os planos de previdência com “benefício definido” são aqueles nos quais os participantes já sabem de antemão qual será o valor recebido no momento da aposentadoria e as contribuições são calculadas em função desse rendimento futuro. Em geral, o benefício representará um percentual pré-acordado do salário que se recebe na ativa. Tende a ser, portanto, um fundo mais seguro para o participante, em função da previsibilidade de seu benefício futuro.

Nos planos com “contribuição definida”, por sua vez, a lógica é inversa: são os pagamentos realizados pelo participante durante a vida ativa que têm seu valor previamente estabelecido e a renda futura dependerá da valorização dessa aplicação financeira. Cada participante tem a sua conta individual, de forma que os riscos associados ao desempenho dessas aplicações recaem sobre os participantes e não sobre a entidade. Uma terceira modalidade é aquela de “contribuição variável” (CV), que configura planos com algumas características de BD – normalmente a cobertura de riscos – e outras de CD, mas que, do ponto de vista da gestão das carteiras, assemelha-se preponderantemente aos planos CD.

No caso dos planos BD, os valores a serem pagos já estão pré-definidos e independentemente dos resultados das aplicações financeiras realizadas, a entidade de previdência tem o compromisso de arcar com o passivo assumido. Para além da possibilidade de uma rentabilidade da carteira inferior à necessária para cobrir com os gastos pré-assumidos, as alterações demográficas e o aumento da longevidade também podem gerar prejuízos a essas entidades. Havendo descasamentos atuariais ou financeiros, deve haver uma repactuação e, no caso de fundos fechados, a empresa patrocinadora geralmente assumirá o ônus – embora os participantes também possam ser chamados a contribuir para essa repactuação.¹²

Diante disso, a tendência inequívoca das entidades de previdência complementar, já há alguns anos – não só no Brasil, mas em todo o mundo –, tem sido de interrupção na oferta desses planos com benefício definido, em prol dos planos com contribuição definida (ou variável, que seguem uma lógica semelhante). No caso das entidades abertas, isso já é mais consolidado e elas sequer oferecem

12. Para mais detalhes, consultar a Lei Complementar nº 109/2001.

planos BD – já que eventuais descasamentos teriam de ser cobertos pela instituição financeira gestora; mas mesmo as entidades fechadas (em sua maioria) descontinuam seus planos BD, oferecendo aos novos funcionários planos CD ou CV.

No Brasil, esse movimento é nítido, com a participação dos planos BD tendo passado de, aproximadamente, dois terços, em 1994, para menos de 30%, em 2014. Em contrapartida, os planos CD e CV já representam mais de 70% do total.

Essas regras distintas determinam maneiras igualmente distintas de gerir esses planos. Os planos BD possuem um passivo que pode ser considerado mais “rígido”, já que suas obrigações (presentes e futuras) não oscilam conforme os movimentos do mercado. Dessa forma, suas metas de rentabilidade acabam tendo de ser, em alguns momentos, mais ousadas do que aquelas dos planos CD. Para os propósitos desta pesquisa, isso é particularmente relevante, pois em contextos de queda nas taxas de juros reais básicas, essas entidades gestoras de planos BD devem buscar formas alternativas de investimento para continuar perseguindo uma rentabilidade que lhe permita fazer face aos passivos assumidos. Historicamente, portanto, essas entidades têm uma carteira com maior participação de investimentos em renda variável ou outras formas alternativas (como será visto adiante).

Os fundos CD, por sua vez, possuem um passivo variável, já que o pagamento a ser feito aos aposentados dependerá da rentabilidade das aplicações. Não tendo obrigações “fixas”, a acomodação a eventuais momentos de queda nas taxas de juros reais é automática, já que passivos e ativos movem-se juntos. Como consequência, esses fundos têm menos estímulos para a busca de investimentos fora das aplicações em renda fixa, mais seguras e líquidas.

O resultado é que a rentabilidade das carteiras dos fundos BD tende a ser mais volátil do que a daquele das carteiras de fundos CD. A análise das carteiras das entidades fechadas de previdência complementar segundo o tipo de plano (BD, CD ou CV) será realizada na seção 5 e corroborará as hipóteses aqui anunciadas.

4.4 Fundos de previdência complementar: públicos *versus* privados

Entre as entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs), há ainda uma importante segmentação a ser feita, qual seja, sobre a natureza da empresa patrocinadora. De acordo com o último Consolidado Estatístico da Abrapp, das 321 EFPCs hoje existentes no Brasil, 85 possuem um patrocinador público, 216 um patrocinador privado e as outras vinte são multipatrocinadas. No entanto, a despeito de serem menos numerosas, as entidades ligadas a empresas públicas concentram 63,9% dos investimentos totais das EFPCs, contra 35,7% daquelas que têm um patrocínio privado.¹³

13. Dados da Abrapp para junho de 2014.

Essa segmentação é relevante, pois a gestão das carteiras de entidades ligadas a patrocinadores públicos ou privados também pode ser bastante distinta. Isso ocorre, notadamente, em função da composição dos conselhos dessas entidades, já que, em grande parte das EFPCs, a empresa patrocinadora tem representantes no conselho responsável por determinar as diretrizes da entidade, o que inclui suas aplicações financeiras.¹⁴ Isso é particularmente importante de ser destacado para as empresas públicas, pois seus representantes nos conselhos supracitados têm a possibilidade de interferir nas estratégias de alocação dos recursos dos fundos em questão, no sentido de adequá-las a eventuais determinações ou prioridades governamentais. Essas entidades ligadas a empresas públicas podem ser importantes instrumentos, portanto, para prover o financiamento necessário a investimentos ou operações que estejam em linha com as políticas públicas vigentes.¹⁵

Como se nota, destarte, essa subdivisão dos fundos de previdência complementar em alguns grandes grupos é importante para as análises relativas à gestão de suas carteiras. A presente pesquisa deve, portanto, contemplar essas especificidades e a seção seguinte concentra-se na análise dos fundos fechados de previdência complementar.

5 ANÁLISE DOS FUNDOS FECHADOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (2003-2014)

Como visto anteriormente, as entidades fechadas de previdência complementar – também chamadas de fundos de pensão – detêm cerca de dois terços do total dos ativos relativos aos fundos de previdência complementar do país. A despeito de as entidades abertas apresentarem no período recente um crescimento mais acelerado, o aumento dos ativos dos fundos fechados foi também bastante elevado nos últimos dez anos, apesar de algumas oscilações.

Antes de prosseguir, uma observação é necessária: o gráfico 3 apresentou dados sobre a carteira consolidada das entidades fechadas e abertas de previdência complementar em valores reais. O intuito foi demonstrar que mesmo com preços constantes, o crescimento dessas carteiras foi bastante elevado. No entanto, tendo em vista que a presente pesquisa concentra-se sobre as formas de alocação da riqueza financeira, percebe-se como mais importantes as análises sobre a *participação* das distintas formas de aplicação financeira nas carteiras dos fundos. As análises sobre os montantes, em termos absolutos, são ilustrativas mas secundárias, levando à opção por sua apresentação em valores correntes.¹⁶

14. De acordo com o art. 16 §1º da Resolução nº 3.792/2009 do Conselho Monetário Nacional: “[a] política de investimento de cada plano deve ser elaborada pela Diretoria Executiva e aprovada pelo Conselho Deliberativo da EFPC antes do início do exercício a que se referir”.

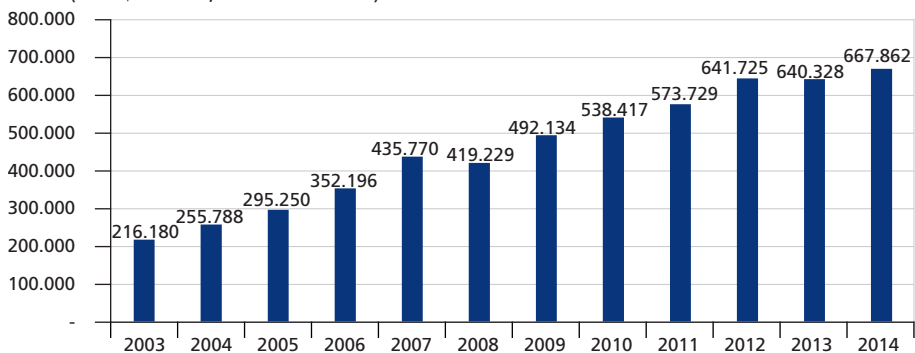
15. Rocha (2013) mostra o papel dos fundos de previdência complementar ligados a empresas públicas na constituição dos grandes grupos econômicos brasileiros ao longo dos anos 1990 e 2000.

16. O deflacionamento por um índice único não alteraria os dados sobre a composição percentual das carteiras.

No gráfico 4 são apresentados apenas os dados para a carteira consolidada de investimentos das EFPCs. O gráfico 4 deixa claro que entre dezembro de 2003 e dezembro de 2007 a carteira consolidada das EFPCs teve um crescimento impressionante, dobrando de tamanho, em termos nominais, em apenas quatro anos. Em 2008, os efeitos da crise internacional sobre a economia e, sobretudo, sobre o mercado financeiro brasileiro promovem uma queda abrupta no valor dos ativos que compõem as carteiras dessas entidades. De toda forma, já em 2009, com a recuperação da economia brasileira e do preço dos ativos em questão, reinicia-se uma fase de elevado crescimento que vai até 2012. A trajetória é novamente interrompida em 2013, outro ano atípico, notadamente no que diz respeito aos mercados financeiros. No cenário internacional, Ben Bernanke – presidente do Federal Reserve (Fed), o Banco Central dos Estados Unidos – anuncia, em maio, o chamado *tapering*, que consiste na redução do ritmo do *quantitative easing*, a política monetária expansionista praticada pelo Fed para combater os efeitos da crise dos *subprimes*; em função das dúvidas com relação ao momento preciso e à intensidade desse relaxamento, mas também às atividades especulativas que se seguiram, inicia-se um período de acentuada volatilidade nos mercados financeiros internacionais. No cenário doméstico, o relativamente baixo dinamismo da economia brasileira associado às chamadas “manifestações de junho” contribuíram para a configuração de um contexto de incertezas e de volatilidade também no mercado financeiro nacional. Como decorrência, a carteira de investimentos das EFPCs apresenta uma modesta perda de valor em 2013, com ligeira recuperação já no primeiro semestre do ano seguinte (gráfico 4).

GRÁFICO 4

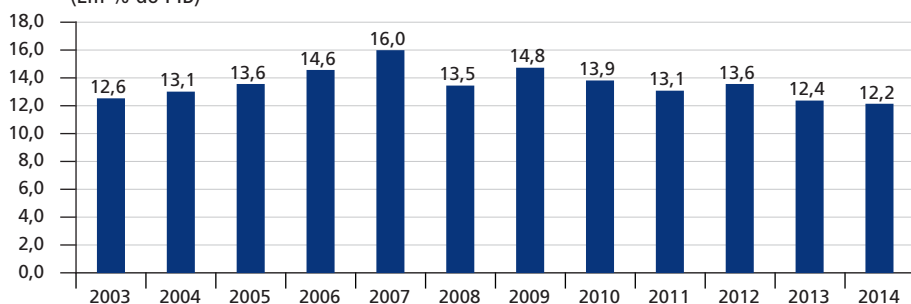
Carteira consolidada das entidades fechadas de previdência complementar
(Em R\$ milhões, valores correntes)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

A análise da carteira total das EFPCs em relação ao PIB mostra um quadro um pouco distinto. Como mostra o gráfico 5, é apenas no pré-crise que a trajetória de crescimento desses ativos, como porcentagem do PIB, é contínua. Nos anos seguintes, a trajetória é oscilante e, em junho de 2014, essa relação é inferior até mesmo a 2008, auge da crise internacional.

GRÁFICO 5
Carteira consolidada das EFPCs (2003-2014)
 (Em % do PIB)



Fonte: Abrapp.

Elaboração do autor.

Obs: O dado de 2014 refere-se à carteira consolidada em junho e ao PIB acumulado nos quatro trimestres encerrados nesse mês.

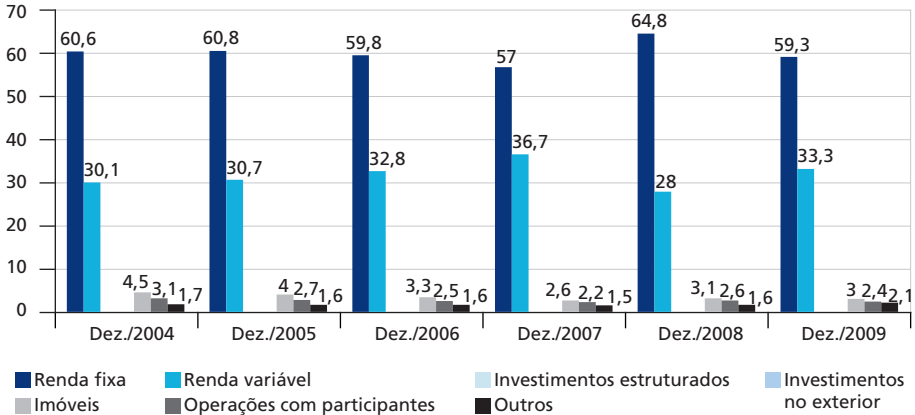
Uma vez tendo verificado o montante total desses recursos (em termos absolutos e em relação ao PIB) e sua evolução ao longo dos últimos anos, é importante avaliar a forma como as carteiras dessas entidades vêm sendo alocadas. Nessa análise, uma fotografia da participação das distintas formas de investimento nas carteiras dessas entidades em 2004 e 2013 não revelaria grandes alterações, já que os investimentos em renda fixa mantêm-se no patamar de 60%, e aqueles em renda variável na faixa dos 30%, como mostra o gráfico 6. No entanto, essa comparação meramente entre o início e o fim da série esconde movimentos importantes e, sobretudo, o efeito da crise financeira internacional sobre essas carteiras.

GRÁFICO 6

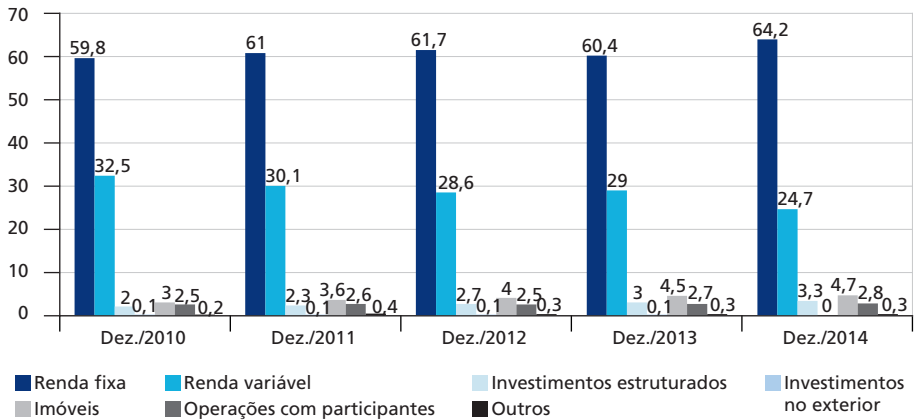
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2004-2014)

(Carteira consolidada, por tipo de aplicação em % do total)

6A – Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2004-2009)



6A – Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2010-2014)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

Como se nota pelo gráfico 6, a participação dos investimentos em renda variável na carteira das EFPCs ampliou-se bastante entre 2004 e 2007. Isso é fruto da valorização desses ativos (aumento passivo na participação da renda variável), mas também de uma estratégia ativa dos gestores de aquisição de novos ativos do gênero. Afinal, o dinamismo da economia brasileira no período refletia-se em elevada rentabilidade nos mercados financeiros em geral, de forma que os fundos de pensão se aproveitaram desse momento para aumentar sua exposição em ativos de renda variável. No entanto, com a crise iniciada em 2007 no mercado estadunidense de hipotecas, o cenário se transforma, com significativas perdas no

mercado financeiro brasileiro. Isso se revela pela queda no valor total das carteiras, como visto no gráfico 5, mas particularmente pela participação dos ativos de renda variável no conjunto das carteiras das EFPCs, que cai mais de 7 pontos percentuais (p.p.) de dezembro de 2007 a dezembro de 2008 (gráfico 6) – já que os ativos de renda variável foram aqueles com valor mais afetado pela crise. A despeito de uma considerável recuperação já no ano seguinte – em função da revalorização dos próprios ativos em carteira –, a tendência, no período posterior, foi de redução da exposição a investimentos com renda variável, que caem para um patamar inclusive inferior àquele de 2004. A participação dos ativos de renda fixa, por outro lado, recupera o patamar que marcava o início da série, qual seja, em torno dos 60%.

Outra alteração que merece destaque diz respeito à aparição, a partir de 2010, de um percentual não desprezível de aplicações em “investimentos estruturados” (2% da carteira em 2010, passando a 3,1% em 2014). O surgimento dessa rubrica, no entanto, diz respeito meramente a uma exigência do Conselho Monetário Nacional (CMN) quanto à forma de registro dos investimentos realizados pelas EFPCs.¹⁷ De acordo com o art. 20 da Resolução nº 3.792 do CMN, de 24 de setembro de 2009, são classificados no segmento investimentos estruturados: *i*) as cotas de fundos de investimento em participações e as cotas de fundos de investimentos em cotas de fundos de investimento em participações; *ii*) as cotas de fundos de investimento em empresas emergentes; *iii*) as cotas de fundos de investimento imobiliário; e *iv*) as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado cujos regulamentos observem exclusivamente a legislação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), aplicando-se os limites, os requisitos e as condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.

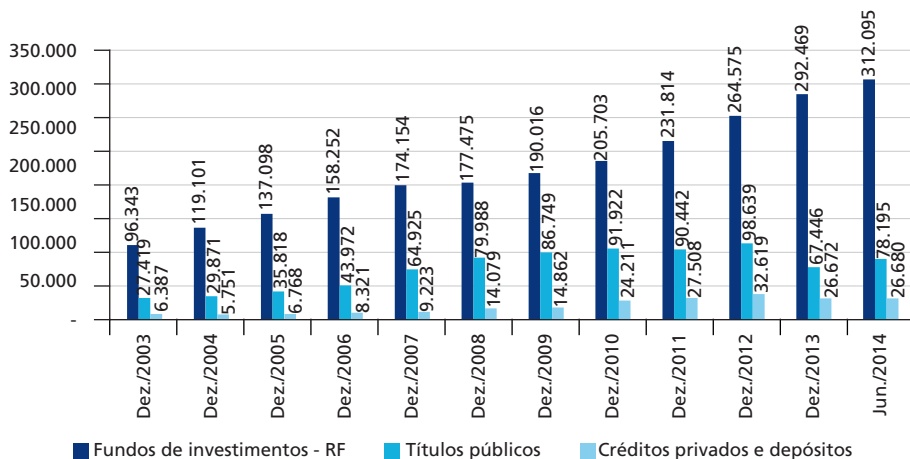
Feitas essas primeiras observações, passa-se, agora, a uma investigação mais aprofundada, que exige a abertura das rubricas supracitadas em subgrupos mais específicos. Ademais, optou-se, nos gráficos subsequentes, por apresentar as participações de cada grupo de ativos no total das carteiras, mas também os valores absolutos das aplicações (em R\$ milhões), para verificar se eventuais quedas na participação são decorrentes de reduções absolutas ou apenas de um crescimento menor em relação às outras aplicações.

Começando pelos ativos de renda fixa, optou-se por apresentar, no gráfico 7, os montantes absolutos aplicados em Fundos de Investimento – Renda Fixa, que incluem as modalidades Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Multimercado,

17. A Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009, em seu artigo 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.”

Cambial e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC); em Títulos Públicos; e em Créditos Privados e Depósitos.¹⁸ Iniciando-se a análise pelos títulos públicos, percebem-se dois momentos distintos: entre 2003 e 2010, o valor alocado nesses títulos aumenta enormemente, passando de R\$ 27,4 bilhões no início da série para R\$ 91,9 bilhões em 2010 (crescimento de 235%). Em 2011, houve ligeira redução no montante alocado em títulos públicos, provavelmente em função do início da trajetória de queda da taxa Selic, que a levou de 12,5% a.a. a 7,25% a.a. E, de 2012 para 2013, houve uma substancial redução no valor aplicado em títulos públicos (R\$ 98,6 bilhões para R\$ 67,4 bilhões); essa queda se deve à perda do valor de mercado dos títulos prefixados, em função do início de uma longa sequência de elevações na taxa Selic,¹⁹ mas também a uma simples “remarcação” dos ativos; já algumas EFPCs (destaque para Petros e Funcef) 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 posteriormente.²⁰

GRÁFICO 7

Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2003-2014)
(Ativos de renda fixa – em R\$ milhões)

Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

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

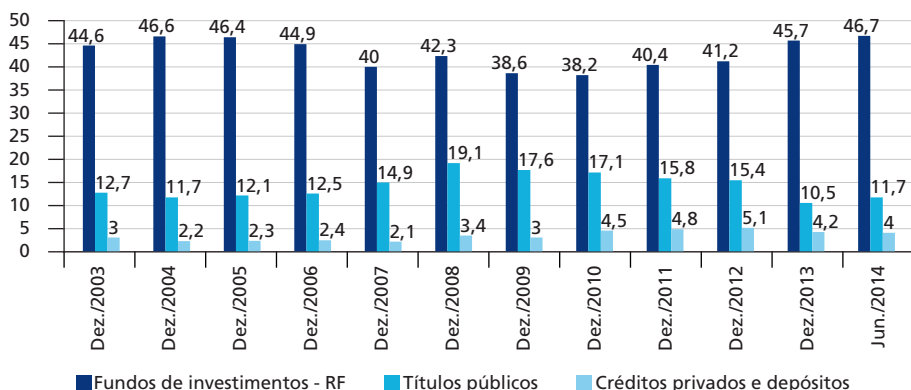
19. Essa é uma das razões alegadas pelas entidades de previdência complementar para justificar a baixa rentabilidade obtida em 2013.

20. O relatório anual de 2013 da Funcef indica que: “Os recursos alocados em carteira própria no segmento de renda fixa na categoria títulos para negociação (títulos públicos, títulos de créditos bancários e corporativos) e os títulos públicos mantidos até o vencimento foram transferidos para fundos de investimentos (FI) exclusivos e os recursos alocados no segmento de renda variável para fundos de investimentos em ações (FIA) exclusivos. Os investimentos permanecem sob a gestão da Funcef e a administração é da Caixa”.

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. De toda forma, ainda que o crescimento desse tipo de aplicação tenha sido modesto em 2008, o simples fato de não ter havido perda de valor nesse segmento já significou um crescimento relativamente grande em sua participação no total das carteiras, uma vez que os ativos de renda variável sofreram perdas nominais, como se verá mais adiante. Assim, a participação dos fundos de investimento em renda fixa na carteira consolidada das EFPCs, que sofria queda desde 2004, passa por uma elevação, saltando de 40% em 2007 para 42,3% em 2008, como mostra o gráfico 8.

GRÁFICO 8

Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2003-2014)
(Ativos de renda fixa – em % do total da carteira)



Fonte: Abrapp.

Elaboração do autor.

Obs.: A rubrica "Fundos de investimento - RF" inclui Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Multimercado, Cambial e FIDC. Deixaram-se de fora as SPEs por sua inexpressividade.

No que diz respeito à participação dos títulos públicos na carteira consolidada das EFPCs, o gráfico 8 mostra um claro ponto de inflexão. Do início da análise até o ano de 2008, os títulos públicos aumentaram mais de 6 p.p. em sua participação na carteira.²¹ A partir desse ano, a queda foi também expressiva – pelos motivos elencados –, levando a participação dos títulos públicos à marca de 10,5% em 2013, com ligeira recuperação no primeiro trimestre do corrente ano.

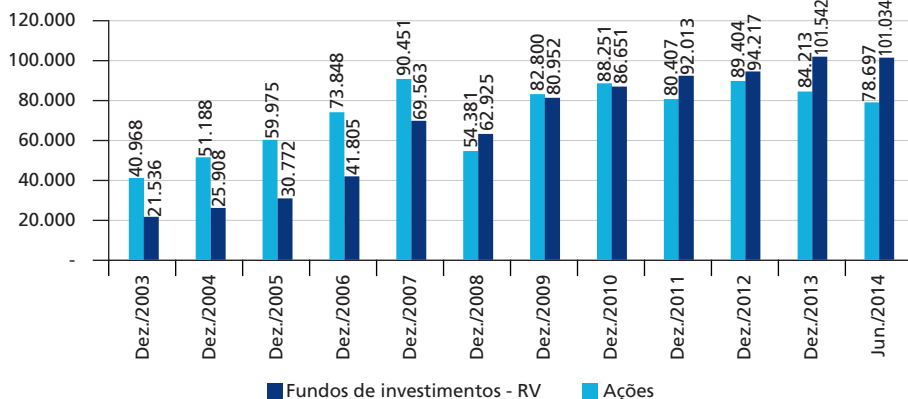
Passando para a análise dos ativos de renda variável, a crise de 2008 também é o marco divisor das tendências, como mostra o gráfico 9. Como discutido anteriormente, o dinamismo da economia brasileira no período 2003-2007 refletiu-se

21. Em realidade, essa trajetória de elevação da participação dos títulos públicos na carteira consolidada das EFPCs inicia-se em 1994 – quando esses ativos representavam apenas 3,8% do total – e, à exceção de uma ligeira oscilação nos anos de 2003-2004, só é interrompida em 2008, quando representava 19,1% do total.

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, associado à elevação de seus preços, o somatório do montante alocado em ações e fundos de investimento com renda variável passou de R\$ 62,5 bilhões para R\$ 160 bilhões, com a maior variação tendo ocorrido entre os anos de 2006 e 2007. No ano seguinte, ápice da crise internacional, a desvalorização desses ativos foi bastante grande, sobretudo no que diz respeito às ações. Já 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, retomam uma trajetória de crescimento, mas em ritmo bastante modesto.

GRÁFICO 9

Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (Ativos de renda variável – em R\$ milhões)



Fonte: Abrapp.

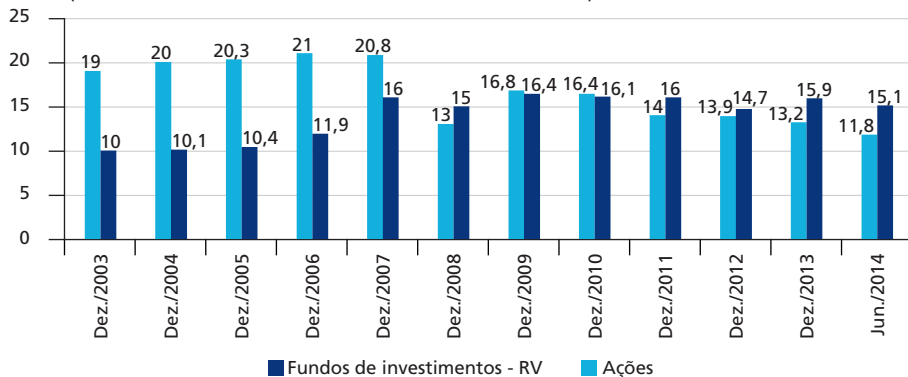
Elaboração do autor.

Obs.: A rubrica "Fundos de investimento - RV" inclui ações e índice de mercado.

Do ponto de vista da participação relativa, o gráfico 10 mostra que depois de um período de elevação, as ações sofrem queda de 7,8 p.p. no ano de 2008 e, apesar da recuperação de 2009 – em função da revalorização dos preços, como visto –, retoma trajetória declinante até o presente momento.²² Depois das perdas de 2008 e no contexto da prolongada crise internacional, as EFPCs mostram-se bem menos dispostas a essa exposição ao mercado acionário e ao conjunto dos ativos de renda variável.

22. Olhando para um período mais longo, identifica-se que essa participação das ações na carteira consolidada das EFPCs já foi de 39,1% em dezembro de 1994.

GRÁFICO 10

Ativos das entidades fechadas de previdência complementar
(Ativos de renda variável – em % da carteira consolidada)

Fonte: Abrapp.

Elaboração do autor.

Obs.: A rubrica "Fundos de investimento - RV" inclui ações e índice de mercado.

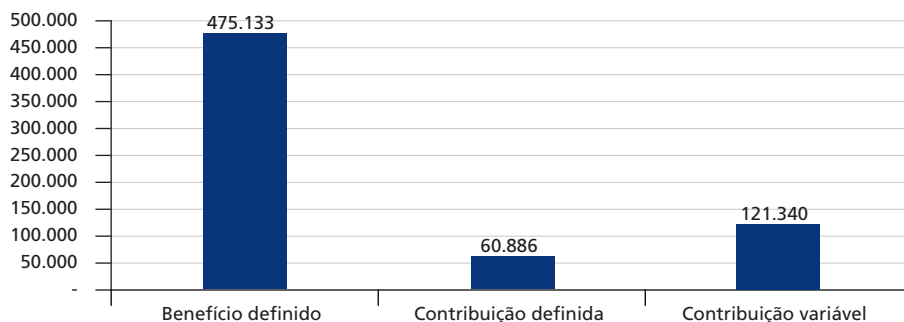
Antes de prosseguir com a segmentação da análise entre os planos de benefício definido e de contribuição definida, um comentário faz-se necessário: somadas as participações dos fundos de investimento em renda fixa e em renda variável, elas já atingem, em junho de 2014, 61,8% do total da carteira consolidada das EFPCs. A observação dos dados deixa nítida uma tendência de elevação dessa participação, sobretudo daquela dos fundos de investimento em renda fixa. As razões por trás desse fenômeno devem ser múltiplas e exigem investigações adicionais, mas pode-se desde já indicar um provável motivo, indicado por um dos diretores de um grande fundo de pensão brasileiro: colocando os ativos sob o “guarda-chuva” de fundos de investimento, contornam-se, de certa maneira, alguns pontos da regulação da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), já que os fundos de investimento são regulamentados diretamente pelo CMN.

5.1 Entidades fechadas de previdência complementar: planos BD e CD

Como já destacado, para o aprofundamento das pesquisas, é necessário segmentar a análise de acordo com a modalidade do plano de previdência, já que a gestão dos fundos com benefício definido é bastante distinta daquela dos fundos com contribuição definida ou contribuição variável. Passa-se, portanto, a uma desagregação dos dados mostrados aqui, de forma a investigar essas especificidades. Tendo em vista que as entidades abertas de previdência complementar não oferecem planos BD, os dados apresentados no gráfico 11 referem-se, exclusivamente, às EFPCs.

O volume de recursos dos planos BD supera largamente aquele dos demais planos. De acordo com os últimos dados disponíveis, de junho de 2014, os planos BD somavam uma carteira de R\$ 475,1 bilhões, enquanto os planos CD e CV juntos chegavam a R\$ 182,2 bilhões (gráfico 11).

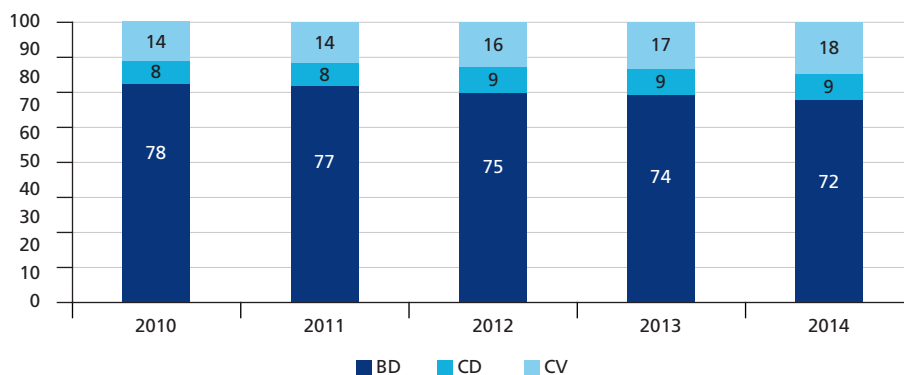
GRÁFICO 11
EFPC – Volume de recursos, por tipo de plano (BD, CD, CV)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

De toda forma, como já se destacou, a tendência recente tem sido de aumento expressivo do número de planos CD e CV, em detrimento dos planos BD. Do ponto de vista do volume de recursos, a trajetória é a mesma, e sobretudo os planos CV têm ganhado crescente participação no total, como se nota pelo gráfico 12.²³

GRÁFICO 12
EFPC – Volume de recursos – Participação percentual, segundo a modalidade do plano (BD, CD e CV)
(Em %)

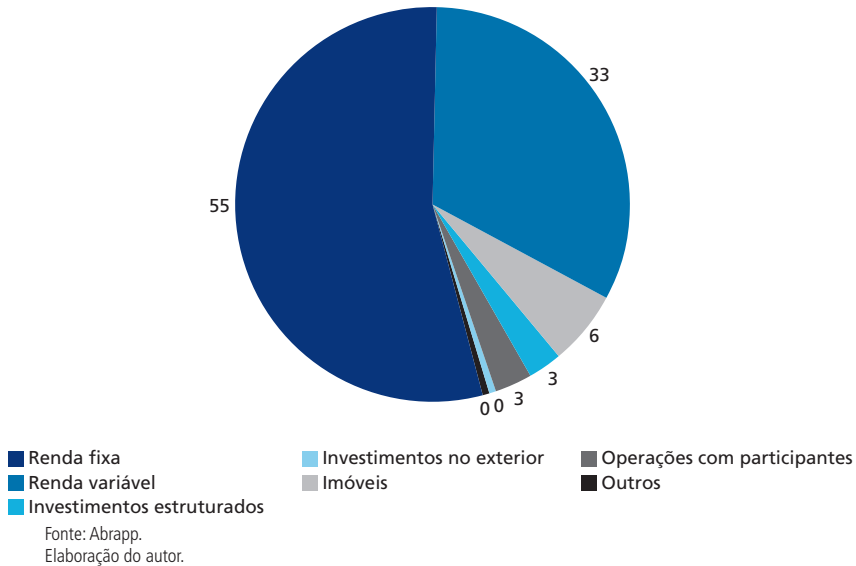


Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

23. Infelizmente, para essa segmentação não há dados consolidados para o período anterior a 2010, mas não há dúvidas de que a trajetória destacada ficaria ainda mais evidente.

GRÁFICO 13

Entidades fechadas de previdência complementar – alocação da carteira consolidada por tipo de plano
(Em %)



Assim, para permitir um panorama atual, mas também contemplar as perspectivas para o futuro, é importante analisar a composição das carteiras dos três tipos de plano. Começando pelo conjunto dos planos com benefício definido, nota-se que, em junho de 2014, pouco mais da metade da carteira estava alocada em ativos de renda fixa (54,5%); um terço em ativos de renda variável (33,3%); e o restante dividido entre os demais grupos de ativos (gráfico 13).

Quando se analisam as carteiras dos planos CD e CV, no entanto, a situação é completamente distinta. O gráfico 14 revela que nos planos CD quase 90% das carteiras estavam alocadas em ativos de renda fixa em junho de 2014. Para os planos CV, a parcela é um pouco menor (78,1%), mas, ainda assim, é muito superior àquela verificada para os planos BD. Fica claro, portanto, que a gestão das carteiras de planos CD e CV é, em geral, muito mais conservadora do que aquela dos planos BD.

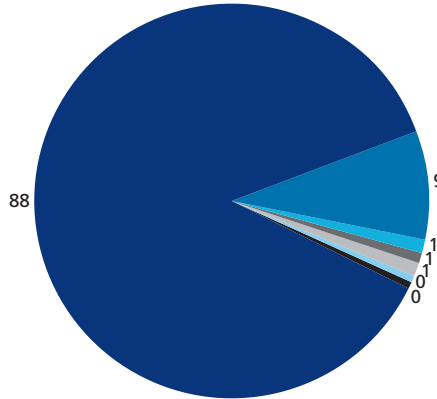
Como visto na seção 4, os gestores dos planos BD têm o compromisso de honrar com os passivos pré-assumidos; dada a “rigidez” desses passivos, precisam montar suas carteiras com aderência a esse perfil do passivo. Os planos CD e CV, por sua vez, costumam oferecer perfis de investimento aos participantes (conservador, moderado, arrojado etc.) e a maioria opta pelo perfil conservador,

já que os eventuais prejuízos recaem sobre a própria carteira, comprometendo a renda a ser recebida no futuro – diferentemente do que ocorre nos planos BD.

GRÁFICO 14

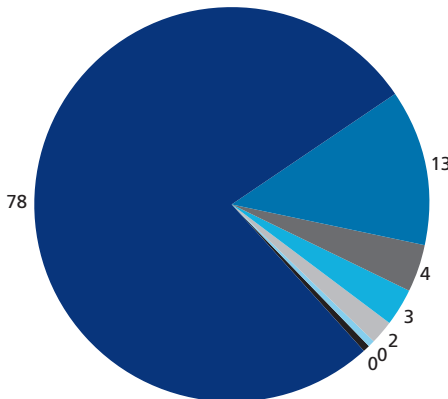
Entidades fechadas de previdência complementar – alocação da carteira consolidada por tipo de plano

14A – Contribuição definida
(Em %)



■ Renda fixa ■ Investimentos no exterior ■ Operações com participantes
■ Renda variável ■ Imóveis ■ Outros
■ Investimentos estruturados

14B – Contribuição variável
(Em %)



■ Renda fixa ■ Investimentos no exterior ■ Operações com participantes
■ Renda variável ■ Imóveis ■ Outros
■ Investimentos estruturados

Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

A análise das carteiras consolidadas das entidades fechadas de previdência complementar no período 2003-2014 mostrou, portanto, que essas participações sofreram variações ao longo do tempo – notadamente em função da crise internacional eclodida em 2008 –, mas sempre com uma preponderância dos ativos de renda fixa. Adicionalmente, nota-se um crescimento bastante acelerado nas aplicações em fundos de investimento (de renda fixa e variável).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E ENCAMINHAMENTOS DA PESQUISA

O estágio em que se encontram as pesquisas permite a proposição de algumas conclusões parciais e de alguns encaminhamentos necessários para o trabalho.

Como uma das principais conclusões parciais, destaca-se a necessidade de observação dos fundos de previdência complementar com algum grau de desagregação. Como visto, a gestão desses fundos pode variar enormemente, em função das suas características. A seção 4 indicou que:

- Os fundos fechados de previdência complementar são aqueles que efetivamente possuem passivos de longo prazo. Os fundos abertos, por sua vez, são oferecidos pelas instituições financeiras na forma de uma aplicação financeira como outra qualquer. Assim, existe uma maior intolerância com eventuais *performances* insatisfatórias dessas carteiras, fazendo que a gestão desses investimentos adquira um caráter curtoprazista – ao contrário do que seria de se supor para um fundo previdenciário. Com os fundos fechados de previdência complementar, aí sim existe uma maior tolerância com eventuais períodos de baixa rentabilidade, já que os participantes não migrarão para outros tipos de aplicação financeira; diante disso, aumenta a possibilidade de uma gestão da carteira com um horizonte mais de médio/longo prazo.
- Os fundos de previdência complementar de pequeno porte tendem a adotar posturas bastante conservadoras na gestão de seus portfólios. Seja por uma menor margem financeira para acomodar possíveis perdas, seja pela ausência de uma estrutura profissionalizada, tendem a evitar exposição ao risco. Muitos desses fundos contratam consultorias para aconselhamentos sobre as decisões de investimento, o que tende a unificar ainda mais a conduta desses inúmeros pequenos fundos. Os fundos de grande porte, por sua vez, são aqueles com maiores condições de alocação de recursos em investimentos alternativos.
- Os planos de previdência complementar com benefício definido são aqueles com maior necessidade de adaptação das suas carteiras a eventuais alterações no mercado, já que possuem um passivo rígido e devem gerir seus ativos em busca de uma rentabilidade que lhes permita arcar com

esse passivo. Os planos com contribuição definida ou variável, por sua vez, não têm compromissos rígidos, sofrendo um estímulo menor para a busca de ativos alternativos nos momentos de transformações no mercado. Pode-se dizer que o parâmetro que norteia a busca de rentabilidade por parte dos fundos com contribuição definida ou variável é o próprio mercado (ou a média do mercado), enquanto aquele dos fundos com benefício definido é a meta atuarial pré-definida. Dessa forma, os fundos BD tendem a assumir maiores riscos, alocando percentuais maiores de suas carteiras em renda variável. É preciso ressaltar, no entanto, que os planos BD são normalmente os mais antigos, dificultando a separação analítica da importância do perfil do plano daquela de sua maturidade na explicação do fenômeno constatado.

- Entidades de previdência complementar ligadas a empresas públicas podem contemplar, em suas estratégias de investimento, o atendimento às prioridades definidas pelo poder público, já que o conselho dos fundos conta com membros da direção da própria empresa pública. Ainda que a composição dos conselhos seja paritária, o “voto de minerva” fica a cargo do representante da empresa patrocinadora

A constatação dessas especificidades dos distintos grupos de fundos de previdência complementar revela-se estratégica para o trabalho em curso. Se o propósito de fundo é entender as possibilidades de uso do estoque de riqueza gerido por essas entidades para a constituição de um *funding* de longo prazo no Brasil, as observações realizadas são cruciais. A percepção desta pesquisa é que as entidades de previdência complementar, em seu conjunto, dificilmente atenderiam a esse propósito. De toda forma, uma parte dessas entidades pode apresentar-se como passível de atendimento desse propósito, qual seja, aquela composta pelas entidades fechadas de previdência complementar, de grande porte e, preferencialmente, ligadas a empresas públicas.

Adicionalmente, é importante perceber que mesmo nessas entidades (fechadas, grandes e com patrocinador público), uma outra desagregação é necessária. Como destacado, os fundos com BD são aqueles com maior propensão à diversificação de seus portfólios em direção a ativos alternativos. Ademais, são aqueles que apresentam maiores dificuldades nos momentos de baixa rentabilidade. Como visto na seção 4, os fundos BD ainda são largamente majoritários, mas apresentam já há alguns anos participação declinante no total de recursos – tendência que deve prosseguir, já que os novos fundos são quase que exclusivamente CD ou CV.

Uma das perguntas que deram origem a essa pesquisa diz respeito aos efeitos da queda no patamar da taxa básica de juros no país. Entre agosto de 2011 e outubro de 2012, a taxa Selic baixou de 12,5% para 7,25% a.a. A expectativa era que os gestores dos fundos de previdência, diante da queda na remuneração dos títulos

públicos, se vissem forçados a buscar ativos mais rentáveis, favorecendo o uso dos recursos desses fundos para investimentos produtivos ou em infraestrutura. Esse movimento, porém, não foi verificado – ao menos em uma escala relevante. A conclusão preliminar, portanto é que essa indução à busca por ativos alternativos por intermédio da Selic só seria efetiva em um contexto de maior dinamismo da economia e dos mercados financeiros. Na conjuntura específica em que a queda da Selic ocorreu, os ativos alternativos não apresentavam a atratividade do período pré-crise e a demanda por eles manteve-se baixa, a despeito da menor rentabilidade dos títulos públicos. Ademais, os dados sobre o perfil da dívida pública mostram que ao final de 2011 eleva-se expressivamente a parcela de títulos públicos prefixados ou indexados a índices de preço,²⁴ revelando que já havia no mercado uma expectativa de queda na Selic e que eles já estavam se preparando para isso. De toda forma, é necessário destacar que o período em que a taxa Selic manteve-se em queda ou no patamar de 7,25% a.a. foi relativamente curto, já que em abril de 2013 reiniciou-se um processo de elevação da taxa que a reconduziu ao patamar atual, superior a 11% a. a. Para verificar os efeitos de uma taxa básica mais baixa sobre a alocação dos portfólios dos fundos de previdência, teria sido necessário mantê-la em um baixo patamar por um período mais prolongado.

Dada a percepção de que o grupo com maior potencial para provimento de *funding* de longo prazo é aquele composto pelas entidades fechadas de previdência complementar, de grande porte e, preferencialmente, ligadas a empresas públicas, optou-se, nesta pesquisa, por aprofundar as análises pela observação individual das três maiores entidades de previdência do país e que contemplam o perfil identificado. Com esse intuito, o próximo capítulo realiza uma análise mais aprofundada dos balanços anuais de Previ, Petros e Funcef, para uma apresentação detalhada de suas carteiras e das alterações verificadas no período em tela.

REFERÊNCIAS

ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA. **Consolidado estatístico**. 2003.

_____. **Consolidado estatístico**. 2004.

_____. **Consolidado estatístico**. 2005.

_____. **Consolidado estatístico**. 2006.

_____. **Consolidado estatístico**. 2007.

24. Dado que as metas atuariais são calculadas com base na inflação, essa remuneração vinculada a índices de preços é bastante conveniente aos fundos de previdência, sendo provável que eles tenham elevado seus investimentos em títulos com essa indexação. Essa hipótese será analisada ao longo do segundo semestre de pesquisas.

_____. **Consolidado estatístico**. 2008.

_____. **Consolidado estatístico**. 2009.

_____. **Consolidado estatístico**. 2010.

_____. **Consolidado estatístico**. 2011.

_____. **Consolidado estatístico**. 2012.

_____. **Consolidado estatístico**. 2013.

_____. **Consolidado estatístico**. 2014.

CHESNAIS, F. **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CORREA, V. P. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento**. 1995. Tese (Doutorado) – Universidade de Campinas, Campinas, 1995.

FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Relatório anual de Atividades**. 2004.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2005.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2006.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2007.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2008.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2009.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2010.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2011.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2012.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2013.

KERR, L. S. **Relatório de Iniciação Científica relativa ao projeto Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil: os fundos de previdência complementar**. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp. 2014.

LOPES, G. N. **Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os fundos de pensão brasileiros**. 2011. Dissertação (Mestrado) – Universidade de Campinas, Campinas, 2011.

BRASIL. Ministério da Previdência e Assistência Social. **Previdência Social**. Brasília, ano III, n. 5, jan.-abr. 2013.

PETROS. **Relatório anual Petros**. 2004.

_____. **Relatório anual Petros.** 2005.

_____. **Relatório anual Petros.** 2006.

_____. **Relatório anual Petros.** 2007.

_____. **Relatório anual Petros.** 2008.

_____. **Relatório anual Petros.** 2009.

_____. **Relatório anual Petros.** 2010.

_____. **Relatório anual Petros.** 2011.

_____. **Relatório anual Petros.** 2012.

_____. **Relatório anual Petros.** 2013.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Relatório anual Previ,** 2004.

_____. **Relatório anual Previ.** 2005.

_____. **Relatório anual Previ.** 2006.

_____. **Relatório anual Previ.** 2007.

_____. **Relatório anual Previ.** 2008.

_____. **Relatório anual Previ.** 2009.

_____. **Relatório anual Previ.** 2010.

_____. **Relatório anual Previ.** 2011.

_____. **Relatório anual Previ.** 2012.

_____. **Relatório anual Previ.** 2013.

RAIMUNDO, L. C. **O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da infraestrutura urbana brasileira no século XXI.** 2002. Tese (Doutorado) – Universidade de Campinas, Campinas. 2002.

ROCHA, M. A. M. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro: uma história recente do grande capital brasileiro.** 2013. Tese (Doutorado) – Universidade de Campinas, Campinas. 2013.

SARTI, M. M. **Relatório de Iniciação Científica relativa ao projeto “Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil: os Fundos abertos de Previdência Complementar”.** Campinas: Instituto de Economia/Unicamp. 2014.

SAUVIAT, C. **Os fundos de pensão e os fundos mútuos**: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. *In*: CHESNAIS, F. (Org.). A finança mundializada. São Paulo: Boitempo, 2005.

SIMÃO, E.; FOLEGO, T. Fundação pode ter tributação alternativa. **Valor Econômico**, 2014.

PREVI, PETROS E FUNCEF: UMA ANÁLISE DA ALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS DAS TRÊS MAIORES ENTIDADES BRASILEIRAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (2003-2013)

Bruno De Conti¹

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, ao final de 2014, o volume alcançado pelo conjunto das carteiras das entidades de previdência complementar era de R\$ 1,1 trilhão, o que equivalia a praticamente 20% do produto interno bruto (PIB) do país. Esse volume de recursos justifica, portanto, pesquisas que se debruçam sobre os fundos de previdência complementar e sobre as estratégias de administração de suas carteiras. Nesse esforço, a pesquisa em curso tem como principal objetivo – como visto no capítulo 7 – a análise das formas de alocação da riqueza gerida por esses fundos. Como objetivo associado, pretende-se avaliar as possibilidades de que essa enorme massa de recursos venha a constituir-se como *funding* para o financiamento de longo prazo no Brasil.

No capítulo 7, demonstrou-se que para a análise das estratégias de gestão das carteiras das entidades brasileiras de previdência complementar, mostra-se extremamente útil uma segmentação analítica que distingue: os fundos abertos dos fechados; os fundos de grande porte daqueles de pequeno porte; os fundos patrocinados por empresas privadas daqueles patrocinados por empresas públicas. Diante disso, a pesquisa concentrou-se na análise das carteiras do conjunto das entidades *fechadas* de previdência complementar – também chamadas de fundos de pensão – percebendo que, em geral, a gestão de suas carteiras era bastante conservadora. Em dezembro de 2014, essa carteira consolidada possuía quase dois terços de seus ativos alocados em renda fixa e pouco menos de um quarto em renda variável.

Seguindo nas pesquisas, percebeu-se 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 mais

1. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp) e pesquisador no Ipea em seu subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD). O autor agradece a colaboração dos alunos Henrique Bastos e Lucas Kerr, cujos trabalhos, respectivamente, de mestrado e iniciação científica, foram bastante úteis à pesquisa em curso. Agradece também os comentários e as sugestões de Cláudio Hamilton dos Santos, Adriana Ferreira Nunes, Antonio Carlos Macedo e Silva, Daniela Magalhães Prates, Francisco Lopreato, Geraldo Biasoto e Giuliano Oliveira, eximindo-os, contudo, dos eventuais erros remanescentes.

de 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, Petrobras e Caixa Econômica Federal. Diante disso, percebeu-se que a análise mais detalhada dessas três entidades seria extremamente relevante, por dois motivos: *i*) em primeiro lugar, em função da dimensão das suas carteiras; *ii*) em segundo lugar, em função das características desses fundos. Afinal, se as análises do capítulo 7 revelaram que as entidades de previdência complementar, em seu conjunto, dificilmente atenderiam ao propósito de provimento de *fundings* para financiamento de longo prazo, elas mostraram também que uma parte dessas entidades pode sim apresentar-se como passível de atendimento desse propósito, qual seja, aquela composta pelas *entidades fechadas de previdência complementar, de grande porte e, preferencialmente, ligadas a empresas públicas* – características de Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), Fundo de Previdência da Petrobras (Petros) e Fundação dos Economistas Federais (Funcef).

Este capítulo tem, portanto, como principal objetivo, apresentar uma análise bastante detalhada das carteiras de Previ, Petros e Funcef, no período 2003-2013. Privilegiou-se, nas investigações, uma percepção sobre a *composição do investimento setorial realizado pelas empresas*, com foco sobre as modalidades de investimento em infraestrutura; e o *perfil e a gestão dos títulos públicos mantidos em carteira*. O estudo leva a constatações interessantes sobre a alocação das carteiras das três grandes entidades brasileiras de previdência complementar, mas também sobre seu papel nos processos de privatização, constituição de grandes grupos nacionais e realização de investimentos de infraestrutura no país.

Além desta introdução, o estudo conta com mais quatro seções. Na seção 2, apresenta-se a macroalocação das carteiras de Previ, Petros e Funcef; na sequência, encontra-se uma análise dos investimentos setoriais das três entidades; na seção 4, estudam-se o perfil e a gestão dos títulos públicos detidos por essas entidades; algumas considerações finais encerram o capítulo.

2 PREVI, PETROS E FUNCEF: MACROALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS

Como indicado nas análises anteriores, 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 três maiores detêm quase 45% dos ativos do conjunto das EFPCs. São elas: Previ, Petros e Funcef, os fundos de pensão, respectivamente, dos funcionários do Banco do Brasil, Petrobras e Caixa Econômica Federal. A análise mais detalhada dessas três entidades é relevante, portanto, por sua dimensão, mas também por suas características: por se tratarem de entidades fechadas e ligadas a empresas públicas, a pesquisa em curso indica que são justamente aquelas com maior potencial para fornecimento de *fundings* de longo prazo para a economia brasileira.

O último relatório anual da Previ (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil) informa que, ao final de 2013, a instituição contava com um montante de recursos da ordem de R\$ 170 bilhões.² Optou-se, nesta seção, pela análise de seu maior plano, o plano de benefícios 1 (PB1), que conta com aproximadamente 96% dos ativos da entidade.³ O crescimento desse plano nos últimos dez anos foi bastante acelerado, passando de pouco mais de R\$ 70 bilhões em dezembro de 2004 para cerca de R\$ 163,1 bilhões em março de 2014.

A primeira particularidade a ser destacada é a grande participação relativa dos ativos de renda variável, como mostrado na tabela 1. Se a carteira conjunta das EFPCs apresenta um percentual de ativos em renda variável que em 2014 era inferior a 25% – como visto antes –, o plano PB1 possui, historicamente, uma participação que ultrapassa o dobro dessa média geral. Isso se deve, em grande medida, à participação ativa da Previ no processo de privatização de algumas empresas públicas ocorrido durante o governo de Fernando Henrique Cardoso; nesse período, o fundo adquiriu massivamente ações ou participações societárias das empresas em processo de privatização (por exemplo, Companhia Vale do Rio Doce), elevando o percentual de ativos de renda variável. Em contrapartida, a participação dos ativos de renda fixa na carteira do plano PB1 é de cerca de metade do padrão da carteira consolidada das EFPCs.⁴

TABELA 1
Previ/PB1 – Participação dos ativos na carteira de investimentos (2004-2013)
 (Em %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Renda fixa	32,6	33,4	28,0	26,8	33,6	30,4	29,1	30,2	31,2	30,3
Renda variável	59,2	60,1	66,8	69,1	60,9	64,2	64,5	62,2	60,0	60,4
Investimentos estruturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Imóveis	3,6	3,2	2,7	2,2	2,8	2,7	3,1	4,0	5,1	5,5
Operações com participantes	4,5	3,3	2,5	2,0	2,7	2,6	2,9	3,2	3,2	3,3
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Rentabilidade anual	25,6	22,6	35,0	37,3	14,0	28,3	12,4	7,7	12,6	7,3
Meta atuarial	15,7	9,0	9,0	11,2	12,6	10,1	12,2	11,4	11,5	10,8

Fonte: Relatórios anuais (Previ, 2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).
 Elaboração: Lucas Kerr.

2. Os dados analisados nessa seção foram disponibilizados pelos relatórios anuais das três entidades, de forma que os mais recentes no momento em que o capítulo foi escrito eram os relativos ao ano de 2013.

3. Para algumas entidades (Previ e Funcef), optou-se pela análise de seus planos mais representativos, já que há maior detalhamento dos dados para planos individuais do que para as entidades como um todo.

4. Em março de 2014, a participação dos ativos de renda fixa na carteira consolidada das EFPCs era de 61,7%.

De toda maneira, a despeito dessa diferença nos patamares das participações de ativos de renda fixa e variável, as trajetórias da parcela de cada modalidade de investimento ao longo do período estudado assemelham-se àquelas verificadas para o conjunto das EFPCs. No período 2004-2007, o aquecimento do mercado financeiro brasileiro resultou em uma elevação substancial da parcela de investimentos em renda variável – à semelhança do que ocorreu com a maioria das demais EFPCs. No plano PB1, esse crescimento do percentual alocado em renda variável foi de mais de 10 p.p em apenas três anos, como mostra a tabela 1. É curioso notar, no entanto, que essa elevação dos investimentos em renda variável teve um caráter muito mais passivo do que ativo. A leitura dos relatórios anuais da Previ revela que ao menos desde 2003 a estratégia do fundo era a de redução da carteira de renda variável e migração para renda fixa. A Resolução nº 3.121/2003 do Banco Central do Brasil, que estabelecia à época os limites de participação para cada modalidade de investimento, previa um máximo de 50% da carteira alocada em renda variável.⁵ Como visto na tabela 1, o plano PB1 excedia esse valor e provavelmente buscava enquadrar-se. Além disso, as razões anunciadas nos relatórios para a venda de ações eram a realização de lucros com papéis valorizados, a redução da exposição a renda variável e a obtenção de liquidez para a o pagamento dos benefícios. Com esse propósito, a Previ foi gradualmente vendendo ações durante o período 2003-2007 (em 2003, foram vendidos R\$ 632 milhões em ações; em 2004, R\$ 1,1 bilhão; em 2005, R\$ 836 milhões; em 2007, R\$ 2,1 bilhões). A despeito disso, o extraordinário dinamismo do mercado acionário brasileiro durante esse período refletiu-se em expressiva valorização da carteira de ações da Previ, resultando na elevação da participação dos investimentos em renda variável no total de ativos, como mostra a tabela 4. A título de exemplo, em 2007, foram vendidos R\$ 6,5 bilhões e adquiridos apenas R\$ 274 milhões em ações e cotas de fundos de renda variável; a variação patrimonial da carteira de renda variável, no entanto, foi de R\$ 29 bilhões.

Quando, contudo, a crise do mercado de crédito imobiliário dos *subprimes*, inicialmente restrita aos Estado Unidos, se metamorfoseia em uma crise financeira de abrangência mundial, em 2008, a situação se altera completamente, e deflação desses ativos e o menor estímulo a novas aquisições implicaram importante declínio na parcela de ativos de renda variável. O Relatório Previ de 2008 coloca que:

a reação a este cenário foi muito difícil. Diante do primeiro movimento de queda, a maior parte das análises indicava um retorno rápido ao processo de alta. Quando a tendência de queda se afirmou, o ritmo foi tão abrupto e o volume de negócios caiu tanto que qualquer operação, de venda ou de compra, era de alto risco. Considerando o tamanho da carteira do Plano 1, a reação foi a quase completa suspensão das operações de venda programadas para o ano. A venda de ações, que estava orçada em R\$ 5,7 bilhões, acabou ficando em R\$ 1,7 bilhão. A aquisição de ações fechou o ano em R\$ 1,826 bilhão (Previ, 2008).

5. Esse limite foi alterado para 70% da carteira pela Resolução nº 3.792/2009.

A despeito de não ter realizado as perdas, a desvalorização das ações resultou em uma queda de 8,2 p.p na participação dos investimentos em renda variável em apenas um ano (dezembro de 2007 a dezembro de 2008). E a compra em questão, segundo o Relatório Previ 2008, não foi para aproveitar o contexto de ativos baratos, mas visou apenas à manutenção da participação acionária da Previ na Cia Vale do Rio Doce.

Em 2009, o mercado acionário reagiu e a reprecificação dos ativos resultou em considerável recuperação da participação dos investimentos de renda variável no total da carteira. No entanto, essa participação não voltou ao patamar recorde atingido no ano de 2007 e, pelo contrário, só vem caindo, já que, passado o pior momento da crise internacional, a Previ voltou à sua estratégia de venda de ações. A estratégia, no entanto, não é contínua, já que em anos de elevada volatilidade do mercado financeiro doméstico – como foi 2013 – a Previ interrompe momentaneamente esse processo, para não realizar perdas decorrentes de desvalorizações em suas ações.

Outra rubrica em que a Previ destoa das demais é aquela relativa aos investimentos estruturados. No plano PB1, a participação dessa modalidade de investimento, em dezembro de 2013, era de apenas 0,56%, com uma trajetória recente de crescimento bastante medíocre. Para os propósitos de fundo desta pesquisa, seria interessante que a Previ, o maior dos planos de previdência complementar do Brasil, aumentasse a parcela de recursos aplicada nos investimentos estruturados, que configuram uma boa opção de alocação de recursos em fundos produtivos e de infraestrutura.

Por fim, vale a pena destacar o desempenho do PB1 da Previ no que diz respeito à rentabilidade. Como mostra a tabela 1, a rentabilidade auferida só foi inferior à meta atuarial em dois dos anos, 2011 e 2013. Em muitos dos anos, inclusive, a rentabilidade obtida foi bastante superior à meta atuarial – sobretudo no período 2004-2009. Isso se deve à postura menos conservadora do plano, que, como visto antes, detém parte relevante da carteira aplicada em renda variável.

A segunda maior entidade de previdência complementar do país é a Petros, que, mesmo no período posterior à eclosão da crise mundial, continuou apresentando crescimento acelerado. De 2008 a 2013, o crescimento de seus ativos foi de aproximadamente 68%, passando de R\$ 39,6 para R\$ 65,5 bilhões. Seu maior plano de previdência é o Plano Petros do Sistema Petrobras, que em dezembro de 2013 detinha uma carteira de R\$ 51,8 bilhões.

Relativamente à participação das distintas modalidades de investimento, a Petros apresenta algumas particularidades. A tabela 2 mostra que, ao contrário dos demais fundos de pensão, a Petros veio ampliando sua participação em renda variável mesmo no período posterior a 2008, a despeito das incertezas que ainda acometem a economia mundial e da volatilidade dos mercados financeiros globais – e nacional. Particularmente entre os anos de 2008 e 2010, o crescimento da

participação em renda variável foi bastante acentuado (quase 15 p.p. em apenas dois anos). O Relatório de 2010 é claro em apontar que a Petros adotou a estratégia de aproveitar-se do momento de queda no mercado acionário, sobretudo no ano de 2008, para adquirir ações a preços considerados atraentes. Em 2009 e 2010, a elevação da participação em renda variável tem como principais motivos a participação do fundo na capitalização da Petrobras e a aquisição de um montante relevante de ações da Itaúsa. A rentabilidade negativa do plano em 2013 pode levar, contudo, a uma alteração nessa estratégia de elevação da participação de ativos de renda variável.

TABELA 2

Petros – participação dos ativos na carteira de investimentos (2004-2013)
(Em %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Renda fixa	69,7	66,8	65,1	64,5	71,1	61,1	56,5	50,6	49,5	42,3
Renda variável	22,7	25,9	28,2	29,9	23,5	33,8	38,3	37,0	37,0	41,9
Investimentos estruturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,8	6,4	6,2	6,1
Imóveis	3,9	3,6	3,2	2,6	2,5	2,3	2,9	3,3%	4,5	5,7
Operações com participantes	3,7	3,7	3,5	3,0	2,9	2,6	2,3	2,7	2,8	3,1
Total	100	100	100	100	100	100	106*	100	100	99
Rentabilidade anual	20,4	20,0	18,6	24,1	2,2	18,7	16,7	11,8	15,7	-0,2
Meta atuarial	13,7	12,4	9,2	10,6	12,6	10,5	11,9	12,9	12,2	11,7

Fonte: Petros (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).

Elaboração: Lucas Kerr.

Obs.: De acordo com os relatórios da Petros, as diferenças em relação a 100%, na linha *Total*, referem-se a montantes a serem recebidos ou pagos no próximo período. A meta atuarial apresentada é a do Plano Petros do Sistema Petrobras, o maior plano da entidade.

Em contrapartida – e mais uma vez, na “contramão” do que ocorreu com os outros fundos – a participação dos investimentos em renda fixa elevou-se no período 2004-2008, com queda ininterrupta a partir de então. Entrando nas desagregações mais detalhadas, apresentadas pelos relatórios contábeis anuais, percebe-se que de 2012 para 2013 a Petros reduziu em R\$ 5,1 bilhões seu montante de títulos públicos (o estoque mantido passou de R\$ 21,2 bilhões para R\$ 16,1 bilhões). Essa queda revela de forma clara a remarcação dos ativos, com a transferência de títulos públicos para fundos exclusivos de investimento.

É também digno de nota que apesar de manter uma parcela menor de ativos de renda variável do que o Plano P1, da Previ, esse percentual é ainda bastante superior àquele verificado para a carteira consolidada das EFPCs.⁶ Essa constatação

6. Em dezembro de 2013, o P1 da Previ mantinha 60,4% de sua carteira em ativos de renda variável, o Plano Petros 41,8% e o conjunto das EFPCs 29%.

vai ao encontro da discussão realizada na seção 2 sobre o caráter menos conservador dos planos de grande porte, com benefício definido e ligados a empresas públicas.

No que diz respeito ao desempenho, o plano Petros também obteve rentabilidades superiores às metas atuariais na maioria dos anos analisados, mas chamam a atenção o baixo resultado de 2008 e, sobretudo, o resultado negativo de 2013, que poderá levar a mudanças na estratégia recente de gestão da carteira.

A Fundação dos Economistas Federais (Funcef), terceira maior entidade de previdência do Brasil, detinha, em dezembro de 2013, uma carteira de R\$ 55,6 bilhões. Optou-se pela análise do plano REG/Replan consolidado,⁷ que concentra cerca de 85% da carteira total do fundo (em dezembro de 2013, os investimentos desse plano eram da ordem de R\$ 47,5 bilhões). A análise das parcelas das distintas modalidades de investimento na carteira do plano revela algo curioso: desde 2009, os dois grupos mais importantes de ativos, quais sejam, de renda fixa e renda variável, vêm perdendo participação (tabela 3). Como discutido antes, a queda no percentual relativo aos ativos de renda variável é verificada, em realidade, na maioria das EFPCs, em função do contexto de volatilidade dos mercados financeiros (nacional e internacional) – a exceção é a Petros. Chama a atenção, no entanto, que no plano REG/Replan da Funcef essa redução não vem significando a substituição dos ativos de renda variável por renda fixa, como seria de se esperar. Ao fim, o percentual de ativos de renda variável é próximo àquele do conjunto das EFPCs (33,4%, contra 29% da média geral para o ano de 2013), mas o percentual de ativos de renda fixa é bem menor que o da carteira consolidada (44,5% contra 60,4% em 2013).

TABELA 3
Funcef/Plano REG/Replan – participação dos ativos na carteira de investimentos (2004-2013)
 (Em %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Renda fixa	68,2	67,1	63,9	53,9	57,8	52,1	45,7	46,4	45,8	44,5
Renda variável	18,0	20,9	25,5	36,7	30,8	36,8	36,9	34,7	35,1	33,4
Investimentos estruturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	7,8	7,2	8,2
Imóveis	8,8	7,8	6,9	6,1	7,7	8,3	7,5	8,3	9,1	10,2
Operações com participantes	4,9	4,0	3,4	3,1	3,6	3,4	3,1	2,9	2,8	2,8
Total	100	100	100	100	100	101	100	100	100	99
Rentabilidade anual	22,7	18,9	23,3	28,2	1,6	18,4	17,2	11,0	9,0	7,0
Meta atuarial	12,6	11,4	14,4	10,9	12,3	9,8	12,3	11,9	12,0	11,4

Fonte: Funcef (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).

Elaboração: Lucas Kerr.

Obs.: De acordo com os relatórios da Funcef, as diferenças em relação a 100%, na linha *Total*, referem-se a montantes a serem recebidos ou pagos no próximo período.

7. Estão juntas aí as modalidades salgado e não salgado.

O que ocorre, é que o plano REG/Replan possui uma participação mais relevante que os demais planos nas rubricas *investimentos estruturados e imóveis*. No que diz respeito aos imóveis, o plano possui uma participação, inclusive, que supera o limite permitido por lei, que é de 8%. Isso se deve à valorização dos imóveis que o plano já possuía em carteira, fenômeno previsto e autorizado pela Resolução CMN nº 3.792/2009, que regulamenta os investimentos das EFPCs.⁸ De toda forma, o patamar historicamente elevado de investimentos em imóveis indica a existência de algum grau de influência da empresa patrocinadora, a Caixa Econômica Federal, sobre o fundo, já que o setor imobiliário é uma das áreas de atuação preferencial do banco.

Nos investimentos estruturados, a participação da carteira consolidada das EFPCs é de meros 3,1% e esse percentual sequer chega a 1% no PB1, da Previ. No REG/Replan, em contrapartida, ele chegou, em 2013, à marca de 8,2% do total dos ativos do plano. São R\$ 3 bilhões em fundos de investimentos em participações e R\$ 0,7 bilhão em fundos imobiliários.

Com relação ao desempenho, a tabela 3 revela que, nos últimos três anos, a rentabilidade do fundo esteve aquém da meta atuarial. De toda forma, em 2013, a despeito de ter ficado abaixo da meta, a rentabilidade do plano REG/Replan foi superior àquela obtida pela maioria dos fundos – para o total das EFPCs, a rentabilidade estimada para o ano de 2013 foi de apenas 3,28%.

Feita essa análise da macroalocação de recursos nas carteiras de Previ, Petros e Funcef, é necessário entrar nos detalhes de cada modalidade de investimento, sobretudo para verificar a composição dos investimentos setoriais das três entidades.

3 PREVI, PETROS E FUNCEF: INVESTIMENTOS SETORIAIS

A análise da composição setorial dos investimentos de Previ, Petros e Funcef exigiu que se recorresse aos relatórios anuais e demonstrativos de investimento das três entidades para todos os anos em questão. Não existindo um padrão único para a elaboração dos relatórios, foi necessário entender as especificidades da forma de apresentação dos dados por cada entidade. Adicionalmente, os relatórios de uma mesma entidade também foram sendo bastante alterados ao longo dos anos, seja por mudanças nas exigências legais a respeito da transparência dos dados, seja por opção da própria entidade. Destarte, a compilação dos dados nem sempre pode ser feita de forma exatamente uniforme para as três entidades ou para todos os anos em tela. De toda maneira, foi possível chegar a constatações bastante interessantes para as pesquisas em curso, como se verá a seguir. Dado o foco na composição setorial

8. O chamado *desequilíbrio passivo*, que ocorre pela reavaliação dos preços dos ativos, impede, até o enquadramento, que a entidade efetue investimentos que agravem os excessos verificados, devendo eliminar esses excessos em um prazo de até 720 dias.

dos investimentos, esta seção analisará mais detalhadamente os investimentos em ações, fundos de investimento de renda variável, debêntures e investimentos estruturados. Inicialmente, serão verificados os recursos alocados em cada uma dessas modalidades de investimento para, em seguida, passar-se a uma análise dos setores beneficiados por esses investimentos. Para não tornar a análise demasiadamente minuciosa, optou-se, na maior parte da seção, por apresentar os dados mais detalhados apenas para os anos de 2004, 2007, 2010 e 2013, recorrendo-se, para os demais anos, aos acontecimentos mais representativos.

3.1 Previ

Para investigar as alterações na composição setorial da carteira dos fundos – e, portanto, as tendências para os próximos anos –, faz-se necessário avaliar inicialmente o padrão verificado no início do período estudado. Em 2004, a carteira total da Previ era da ordem de R\$ 70,3 bilhões, sendo R\$ 26,7 bilhões em ações, o que correspondia a 38% do total de investimentos. Além disso, outros R\$ 15,0 bilhões estavam alocados em fundos de investimento de renda variável, significando, em grande medida, um investimento também em ações. As debêntures, por sua vez, compunham um percentual bastante irrisório da carteira total (0,2%), não chegando sequer a R\$ 150 milhões (tabela 4).

TABELA 4
Previ – total de investimentos por segmentos (2004)

Segmentos	R\$ mil	(%)
Renda fixa	22.956.384	32,6
Títulos de responsabilidade do governo federal	246.335	0,4
Aplicações em instituições financeiras	22.220.232	31,6
Debêntures	146.493	0,2
Outros investimentos	343.324	0,5
Renda variável	41.650.383	59,2
Ações	26.699.819	38,0
Fundos de investimento	14.950.564	21,3
Investimentos imobiliários	2.561.526	3,6
Operações com participantes	3.163.736	4,5
Total	70.332.029	100,0

Fonte: Previ (2004).
Elaboração do autor.

De 2007 em diante, a Previ passou a apresentar os investimentos realizados em cada um de seus planos de forma mais detalhada, permitindo a desagregação apresentada na tabela 5. Os Planos PB 1 e Previ Futuro respondem por mais de

99% da carteira total da Previ, de forma que os números a seguir são comparáveis àqueles expressos na tabela 4 sem qualquer prejuízo à análise.

Nota-se, em primeiro lugar, que a participação das ações na carteira era, em 2007, praticamente a mesma de 2004, mas que, a partir de então, ela caiu ininterruptamente. Essa queda é fruto de basicamente três motivos: *i*) uma estratégia de redução da exposição a ações, como visto na seção anterior; *ii*) o menor dinamismo no mercado acionário brasileiro a partir da eclosão da crise internacional; e *iii*) a estratégia de migrar recursos para fundos de investimento de renda variável, em detrimento da alocação direta em ações. Em função desse último motivo, a participação dos fundos de investimento em renda variável aumentou em 5 p.p. de 2007 a 2013.

Em realidade, o processo de terceirização de parte da carteira foi iniciado em 2004 e a tabela 4 já revelara que, nos investimentos de renda fixa, os títulos públicos detidos diretamente na carteira da entidade já eram muito pouco expressivos. Segundo a Previ, o objetivo primordial dessa terceirização de parte da carteira era a “valorização, por meio do incentivo a práticas de governança corporativa, para posterior alienação” (Previ, 2005). Tanto na renda fixa, quanto na renda variável, o processo foi extremamente rápido e, em 2006, a participação dos fundos de investimento com gestão terceirizada já ultrapassara 46%, percentual mantido em 2007, como mostra a tabela 5, e elevado de forma bastante acelerada desde então.

TABELA 5
Previ (PB1 e Previ futuro) – alocação da carteira de investimentos

PB1 e Previ futuro	R\$ milhões			Participação na carteira (%)		
	2007	2010	2013	2007	2010	2013
Recursos totais	137.246	151.858	168.302	100	100	100
Fundos de investimentos (gestão terceirizada)	64.014	76.114	99.324	46,6	50,1	59,0
Fundos de investimentos em empresas emergentes	1	11	18	0,0	0,0	0,0
Fundos investimento imobiliário	91	89	20	0,1	0,1	0,0
Fundos de investimento em participações	24	348	957	0,0	0,2	0,6
Fundos de renda fixa	27.364	28.308	44.917	19,9	18,6	26,7
Fundos de renda variável	36.487	46.580	53.131	26,6	30,7	31,6
Fundos de investimento em direito creditório	-	300	282	0,0	0,2	0,2
Carteira própria	73.232	74.059	68.978	53,4	48,8	41,0
Disponível	4	0	24	0,0	0,0	0,0
Renda fixa – título público	12.655	12.310	131	9,2	8,1	0,1
Renda fixa – CDB	90	1.201	1.224	0,1	0,8	0,7
Renda fixa – Debêntures	1.079	1.734	2.018	0,8	1,1	1,2
Renda fixa – letras financeiras	-	363	3.283	0,0	0,2	2,0

(Continua)

(Continuação)

PB1 e Previ futuro	R\$ milhões			Participação na carteira (%)		
	2007	2010	2013	2007	2010	2013
Renda fixa – outros	31	50	-	0,0	0,0	0,0
Renda fixa – a receber/a pagar	51	23	0	0,0	0,0	0,0
Renda variável – ações	53.332	48.908	47.251	38,9	32,2	28,1
Renda variável – a receber/a pagar	379	228	78	0,3	0,2	0,0
Derivativos	-	-	-33	0,0	0,0	0,0
Imóveis	2.810	4.767	9.093	2,0	3,1	5,4
Imóveis – a receber/a pagar	33	-29	47	0,0	0,0	0,0
Operações com participantes	2.793	4.672	5.877	2,0	3,1	3,5
Operações com participantes – a receber/a pagar	-25	-21	-13	0,0	0,0	0,0

Fonte: Previ (2007; 2010; 2013).
Elaboração do autor.

Os fundos de investimento em participações (FIPs) vêm crescendo de forma acelerada, tendo passado de R\$ 24 milhões para R\$ 957 milhões de 2007 para 2013. No entanto, sua participação no total da carteira é ainda bastante pequena, equivalendo a meros 0,6% do total dos Planos PB1 e Previ Futuro.⁹ Os fundos de investimento em empresas emergentes continuam sendo bastante irrisórios, tendo atingido, de acordo com os últimos dados, apenas R\$ 18 milhões.

O investimento em debêntures, por sua vez, apresentou acelerada elevação de 2004 a 2010, quando passou de 0,2% para 1,1% da carteira. Desde então, teve um crescimento marginal, chegando em 2013 ao patamar de R\$ 2 bilhões (1,2% da carteira).

Percebe-se, portanto, que as ações e os fundos de investimento em renda variável têm um peso extremamente importante na carteira da Previ, mas os investimentos estruturados e debêntures têm participações que, embora crescentes, ainda são bastante modestas.

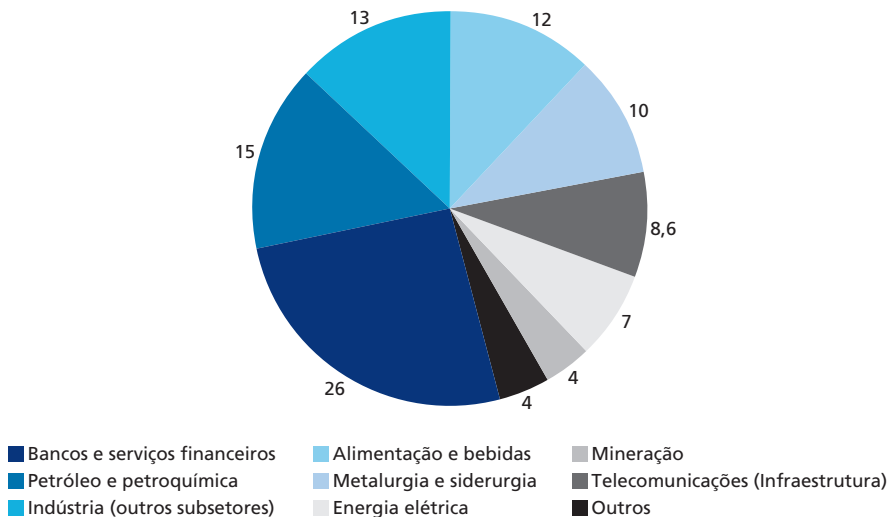
Faz-se necessário, agora, verificar quais são os setores priorizados por esses investimentos da Previ. Em 2004, o Relatório Previ não apresenta uma lista das ações detidas na carteira da entidade. No entanto, o Balanço Patrimonial do Plano de Benefícios 1¹⁰ contém uma tabela com a distribuição da carteira pelos setores da economia, que em realidade não diz respeito apenas às ações, mas também aos fundos de investimento. A partir dos dados indicados nessa tabela e deduzindo os valores apresentados para os principais fundos de investimento da Previ que contém ações, foi possível calcular de forma aproximativa a distribuição da carteira acionária

9. Uma análise mais detalhada desses FIPs da Previ será feita adiante.

10. De acordo com o balanço patrimonial divulgado, o Plano Previ Futuro, em 2004, não detinha ações em sua carteira, contando apenas com ativos de renda fixa ou operações com participantes.

da entidade, como mostra o gráfico 1. Em 2004, essa carteira era da ordem de R\$ 27 bilhões (tabela 4) e os cálculos realizados indicam que cerca de um quarto desse montante estava alocado em ações de bancos ou empresas prestadoras de serviços financeiros. Tratando-se do fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, seria de fato de se esperar que parte considerável da carteira fosse composta por ações da empresa patrocinadora. Adicionalmente, a carteira acionária da Previ possuía participação relevante nos setores de petróleo e petroquímica (15,3%), indústria (12,9%), alimentação e bebidas (12,2%) e metalurgia e siderurgia (10,3%).

GRÁFICO 1
Previ, PB1 – composição setorial da carteira de ações (2004)
(Em %)



Fonte: Previ (2004).

Obs: Em 2004, a rubrica infraestrutura inclui apenas telecomunicações.

Elaboração do autor.

Ainda que não seja apresentada a lista completa das ações detidas em carteira, nas notas explicativas do relatório anual, foi possível encontrar informações indicando que, em 2004, as ações mais importantes, do ponto de vista do volume de recursos, para a Previ, eram as de Banco do Brasil, Petrobras, Ambev, Itaúbanco, Embraer, Usiminas, Neoenergia, Vale do Rio Doce, Bradesco, Itaúsa, Belgo Mineira, Telemar e Caemi.

Nos anos seguintes, os principais registros sobre negociações acionárias são os seguintes: ano após ano, a Previ foi vendendo ações da Ambev; ainda no ramo de alimentação e bebidas, vendeu suas ações da Seara, mas, em 2006, adquiriu um montante relevante de ações da Perdigão; no mesmo ano, vendeu R\$ 2,1 bilhões em ações, sobretudo do setor industrial.

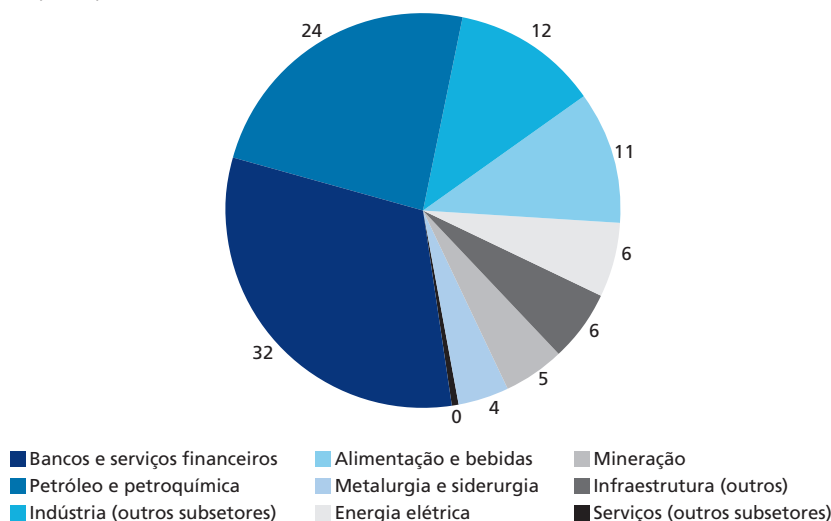
Entre 2004 e 2007, o mercado acionário valorizou-se de forma extraordinária. Como consequência, a carteira de ações dos planos PB1 e Previ Futuro praticamente dobrou em relação a 2004, atingindo o volume de R\$ 53,3 bilhões. Do ponto de vista da composição setorial, verifica-se uma expressiva elevação na participação dos dois setores líderes, quais sejam, de bancos e serviços financeiros, que passa a representar quase um terço da carteira de ações, e de petróleo e petroquímica, que atinge praticamente um quarto da carteira. Dado que a Previ não efetuou aquisições massivas de ações no período em tela, esse movimento é decorrente, preponderantemente, das distintas taxas de valorização dos ativos ao longo desses anos.

O relatório de 2007 já apresenta a lista completa das ações detidas pela Previ. Com isso, é possível perceber que esse peso majoritário do setor de bancos e serviços financeiros é sim fruto da detenção de ações da empresa patrocinadora da entidade, mas não só. Nesse ano, o PB1 detinha R\$ 8,2 bilhões de ações do Banco do Brasil, mas contava também com montantes expressivos de ações de outros bancos (R\$ 4,0 bilhões de ações do Itaú – com mais R\$ 1,5 bilhão de ações da Itaúsa – e R\$ 3,3 bilhões de ações do Bradesco, além de volumes menores em ações de outros bancos) – gráfico 2.

GRÁFICO 2

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial da carteira de ações (2007)

(Em %)



Fonte: Previ (2007).

Elaboração do autor.

Nos anos seguintes, a grande transação acionária realizada pela Previ esteve relacionada à constituição da Brasil Foods, em 2009. No processo de incorporação da Sadia pela Perdigão, a Previ consolidou a participação que tinha em ambas

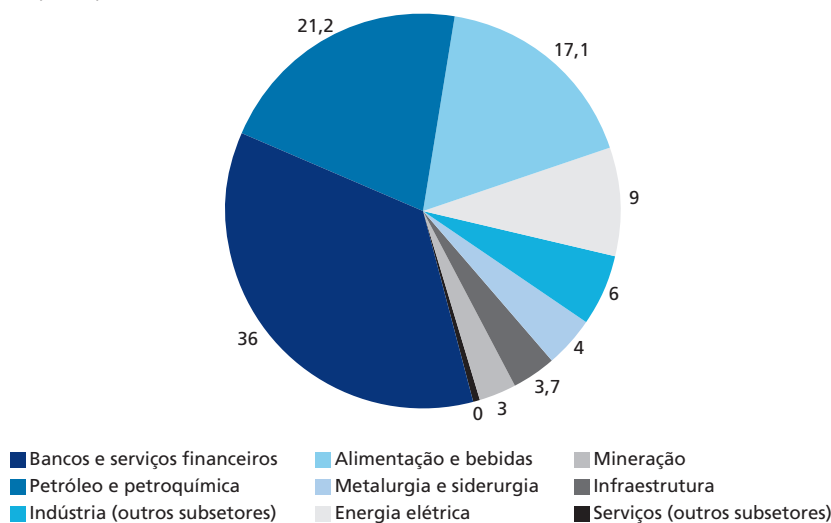
empresas e aportou R\$ 942 milhões adicionais para a aquisição de nova parcela de ações da Perdigão. Com isso, a entidade passou a deter uma posição acionária correspondente a 13,65% da recém-constituída Brasil Foods. Como decorrência dessa aquisição acionária, mas também da valorização das ações resultante da constituição de uma das maiores empresas de alimento do mundo, a participação do setor de alimentação e bebidas na carteira acionária da Previ aumentou em 6 p.p de 2007 a 2010, atingindo, nesse último ano, o patamar de 17,1% do total (gráfico 3).

Em 2010, a carteira de ações dos planos PB1 e Previ Futuro era de R\$ 50,4 bilhões, inferior, portanto, àquela de 2007. Isso se deve, em grande medida, à queda nos preços de ações com participação relevante na carteira da entidade, em decorrência da crise internacional.

Em 2010, a Previ adquiriu R\$ 2,1 bilhões de ações da Petrobras na oferta pública realizada pela empresa. A despeito disso, a participação do setor de petróleo caiu em sua carteira, em função da expressiva queda no preço das ações – a Petrobras PN era cotada em R\$ 43,92 ao final de 2007 e caiu para R\$ 27,29 ao final de 2010. O volume de recursos alocados no setor de bancos e serviços financeiros se manteve praticamente constante, mas a queda nos demais – exceção feita, como visto antes, ao setor de alimentação e bebidas – determinou uma elevação de seu peso para 35,4% (gráfico 3).

GRÁFICO 3

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial da carteira de ações (2010)
(Em %)



Fonte: Previ (2010).
Elaboração do autor.

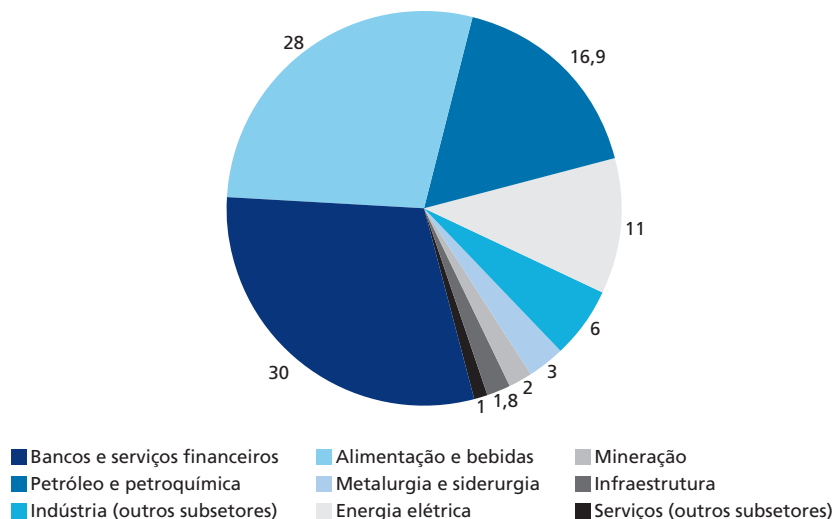
De 2010 para 2013, a carteira de ações dos planos PB1 e Previ Futuro também sofreu ligeira queda, atingindo, nesse último ano, o valor de R\$ 47,3 bilhões. Uma vez mais, isso reflete preponderantemente a queda no valor das ações – o índice Bovespa nesse período sofreu queda de mais de 25%, tendo passado de 69.305 pontos em 31 de dezembro de 2010 para 51.507 em 31 de dezembro de 2013.

Do ponto de vista da composição setorial, dois aspectos merecem destaque. O primeiro deles é a continuidade do aumento da participação do setor de alimentos e bebidas, que pelos últimos dados já representam 27,8% da carteira acionária. Essa participação está concentrada em volumes muito significativos de ações de duas companhias: Ambev (R\$ 7,8 bilhões) e BRF (R\$ 5,3 bilhões). O segundo aspecto chamativo é a contínua queda na participação da rubrica *infraestrutura – outros*, que contém ações principalmente de empresas ligadas a telecomunicações, logística, saneamento básico e concessões rodoviárias, ferroviárias e aeroportuárias. Em realidade, essa rubrica respondia por 8,4% da carteira acionária em 2004 e foi se reduzindo gradualmente ao longo dos anos seguintes até chegar ao valor de 1,8%, verificado em 2013 (gráfico 4).

GRÁFICO 4

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial da carteira de ações (2013)

(Em %)



Fonte: Previ (2013).

Elaboração do autor.

Apesar disso, conclusões que se baseiem meramente na análise da carteira acionária mostrar-se-ão precipitadas. É interessante verificar a estratégia da Previ de alocação de recursos diretamente no mercado acionário, como realizado antes, mas é essencial investigar, de forma complementar, o aporte de recursos feitos pela

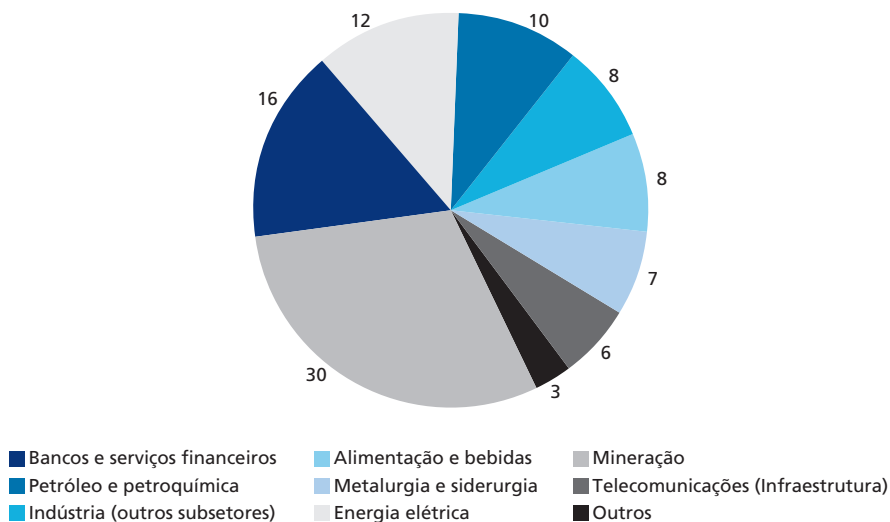
entidade a determinados setores não pela compra direta de ações, mas por meio de fundos de investimento. Os relatórios anuais indicam a participação da Previ em quatro fundos com grande importância não apenas no que diz respeito ao volume de recursos, mas também à estratégia que revelam.

O mais importante dos fundos é aquele que abriga a participação da Previ na Litel, o veículo por meio do qual a entidade detém ações da Valepar, controladora da Vale. No ano de 2004, esse fundo era cotado em R\$ 11,7 bilhões, o que significava mais de 16% da carteira total. Nesse mesmo ano, a Previ detinha, ainda, R\$ 3,2 bilhões alocados na 521 Participações, que conta primordialmente com ações da Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL). A entidade entrou nesses fundos no momento da privatização dessas empresas públicas, ao final dos anos 1990. Adicionalmente, detinha R\$ 0,2 bilhão na Neonergia, *holding* privada do setor de energia elétrica.

Considerando, portanto, esses volumosos recursos alocados nesses fundos de investimento, a composição setorial da carteira da Previ se altera e, em 2004, continha as participações expressas no gráfico 5.

GRÁFICO 5

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2004)
(Em %)



Fonte: Previ (2004).
Elaboração do autor.

Como se nota, a inclusão da Litel faz com que a participação do setor de mineração atinja 30% dessa carteira composta por ações e fundos de investimento

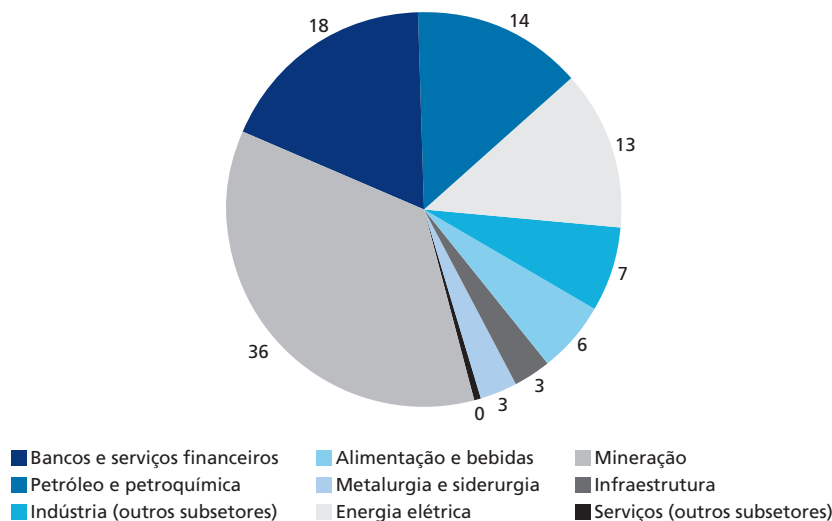
com participação em empresas. O setor de energia elétrica também ganha peso, em função dos fundos que investem na 521 Participações e na Neoenergia, e ele chega ao patamar de 12%, superando inclusive o setor de petróleo e petroquímica.

Nos anos seguintes, o aumento na demanda e – como causa direta, mas não exclusiva – a extraordinária elevação no preço das *commodities* fizeram com que as ações do setor se valorizassem bastante. Nesse ínterim, o valor da participação da Previ na Litel aumentou imensamente, atingindo R\$ 30,7 bilhões em 2007. Como consequência, a participação do setor de mineração se ampliou para 35,9% dessa carteira (gráfico 6). Os recursos relativos aos fundos investidores na 521 Participações e na Neoenergia também aumentara, passando, respectivamente, a R\$ 7,7 bilhões e a R\$ 0,6 bilhão, mas a participação setorial do setor de energia elétrica se manteve relativamente constante, tendo sido, inclusive, ultrapassado pelo setor de petróleo e petroquímica, em função da já aventada valorização dos preços das ações da Petrobras.

GRÁFICO 6

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2007)

(Em %)



Fonte: Previ (2007).
Elaboração do autor.

Em 2009, a Previ realizou uma importante operação com vistas a consolidar a Invepar, empresa ligada a investimentos de infraestrutura sobretudo nos ramos rodoviário, metroviário e aeroportuário, como uma empresa estratégica para o setor. Petros e Funcef foram incorporados como sócios na empresa, que se tornou muito mais competitiva para participar dos leilões de concessões – a Invepar posteriormente sairia vitoriosa nos leilões relativos ao metrô do Rio de Janeiro, à

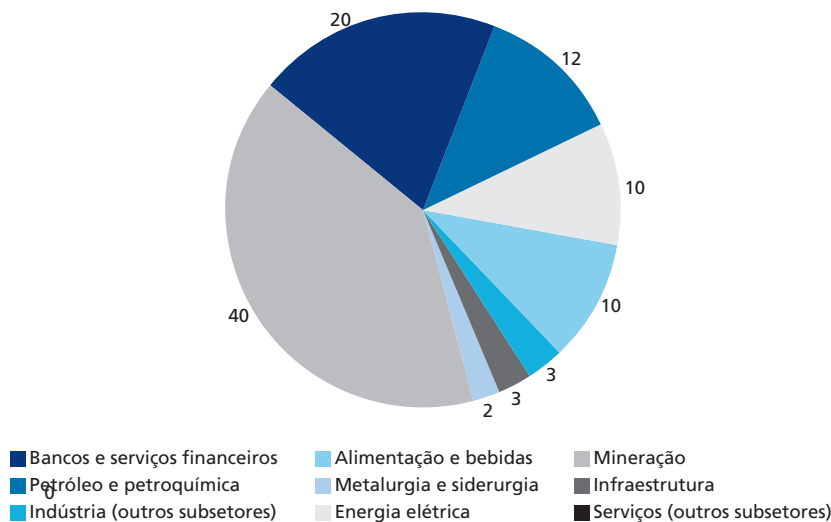
Linha Amarela (Rio de Janeiro-RJ), à rodovia Raposo Tavares e ao aeroporto de Guarulhos. Como resultado dessa operação, a Previ detinha, em 2010, R\$ 1,2 bilhão de recursos em um fundo de investimentos na Invepar.

Nos demais fundos, a Previ detinha, em 2010, R\$ 34,1 bilhões na Litel; R\$ 3,6 bilhões na 521 Participações e R\$ 0,9 bilhão na Neenergia. Como visto antes, o período 2008-2010 foi de queda no valor de parte importante das ações negociadas na Bovespa. Para as companhias não listadas em bolsa, a avaliação do valor das cotas detidas é realizada por consultorias, de forma que eles tendem a ser muito menos voláteis. Nesse contexto, a valorização do fundo de investimento na Litel, ainda que não tenha sido tão expressivo, já foi suficiente para ampliar a participação do setor de mineração para quase 40% da carteira mostrada no gráfico 7.

GRÁFICO 7

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2010)

(Em %)



Fonte: Previ (2010).

Elaboração do autor.

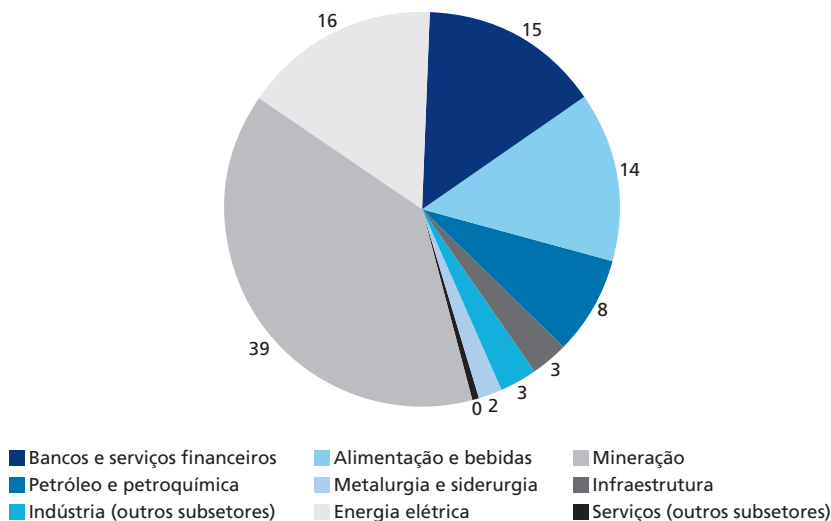
Entre 2010 e 2013, além dos movimentos já destacados quando da análise apenas das ações detidas diretamente na carteira da Previ, chama atenção o grande aumento da participação do setor de energia elétrica, explicado principalmente pelo imenso aporte e valorização do fundo associado à Neoenergia, que passa de R\$ 0,9 bilhão em 2010 para R\$ 5 bilhões em 2013. Esse aporte teve certamente relação com os investimentos relativos à usina de Belo Monte, cuja construção tem participação da Neoenergia. Com isso, o setor de energia elétrica torna-se o segundo mais importante, alcançando 16,0% dos ativos em tela (gráfico 8).

Os investimentos na Invepar também aumentaram bastante, dobrando de valor entre 2010 e 2013, quando chegaram a R\$ 2,5 bilhões. Aqueles na Litel atingiram R\$ 37,1 bilhões.

GRÁFICO 8

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2013)

(Em %)



Fonte: Previ (2013).
Elaboração do autor.

A análise que contempla não apenas as ações detidas diretamente na carteira da Previ, mas também as alocações setoriais realizadas por intermédio de fundos de renda variável revela um aspecto bastante importante: os investimentos da entidade em infraestrutura vêm sendo feitos primordialmente por meio dos fundos de investimento em renda variável. A análise que não os levava em conta, realizada antes, acabava por subestimar o peso do setor de infraestrutura na carteira da Previ. Considerando apenas as ações em carteira, a participação do setor de energia elétrica era de 10,6% e de outras modalidades de infraestrutura (notadamente telecomunicações, logística, saneamento básico e concessões relacionadas a transporte) era de 1,8%, como mostrou o gráfico 8. Quando contemplados os investimentos realizados na Neoenergia e na Invepar, essa participação chega a respectivamente a 16,0% e a 3,5%.

Quando considerada a carteira total da Previ, a participação dos investimentos setoriais é evidentemente relativizada, em função da importância dos investimentos imobiliários e, principalmente, dos investimentos de renda fixa (principalmente títulos públicos). De toda forma, o conjunto dos investimentos setoriais é ainda

expressivo, sobretudo se comparado àquele verificado em outras entidades de previdência complementar. Como mostra a tabela 6, a relação entre as ações e os investimentos setoriais realizados por fundos de renda variável e a carteira total da entidade atingiu um pico em 2007 – como efeito do preço das ações – equivalendo, em 2013, a 57,9%.

TABELA 6
Previ (PB1 e Previ Futuro) – investimentos setoriais em relação ao total da carteira
(Em %)

Setores	2004	2007	2010	2013
Mineração	18,1	24,1	23,5	22,7
Energia elétrica	7,5	8,4	5,9	9,3
Bancos e serviços financeiros	9,9	12,4	11,8	8,4
Alimentação e bebidas	4,8	4,3	5,7	7,8
Petróleo e petroquímica	6,0	9,3	7,0	4,7
Infraestrutura (outros)	3,4	2,3	1,1	2,0
Indústria (outros subsetores)	5,0	4,5	2,0	1,8
Metalurgia e siderurgia	4,0	1,7	1,4	1,0
Outros	1,9	0,1	1,0	0,2
Investimentos setoriais ¹ /carteira total	60,6	67,1	59,3	57,9

Fonte: Previ (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Os ativos aqui considerados incluem as ações detidas diretamente na carteira da Previ e os investimentos setoriais realizados por meio de fundos de renda variável.

Mesmo em relação ao total da carteira, é impressionante a concentração de recursos no setor de mineração, que, embora tenha decrescido ligeiramente nos últimos tempos, ainda chegava, em 2013, a 22,7%.

Em função das aquisições realizadas pela Previ no momento da privatização de empresas públicas ligadas a energia elétrica, a participação desse setor também é relevante, tendo crescido no período recente com os aportes realizados à Neoenergia (com vistas provavelmente aos investimentos na usina de Belo Monte) e chegando a 9,3% da carteira total.

A participação dos setores de bancos e serviços financeiros e de alimentação e bebidas é igualmente importante, embora as tendências recentes sejam contrárias: enquanto aquela tem caído, chegando em 2013 a 8,4%, esta tem aumentado, atingindo 7,8% em 2013.

Essa análise deixa mais claro também que, exceção feita ao setor de energia elétrica, para o restante dos setores ligados à infraestrutura, a participação da Previ, embora tenha crescido recentemente em função da Invepar, é ainda marginal, representando apenas 2,0% da carteira total.

Diante do exposto, fica claro que a Previ tem participação em diversas empresas, de distintos ramos, seja pela detenção de ações em sua carteira, seja por meio dos fundos de renda variável. De acordo com dados extraídos do *site* da Previ e relativos a setembro de 2014, as empresas nas quais a entidade tem participação importante são: no setor de mineração, a Vale (15,2%); no setor de bancos e serviços financeiros, o Banco do Brasil (10,4%); no setor de alimentação e bebidas, a BRF (11,7%); no setor de energia elétrica, são muitas as empresas, em muitos estados, mas com destaque para a CPFL (30%) e a Neoenergia (49%); no setor industrial, a Embraer (7,8%); no setor de infraestrutura, a Invepar (25,6%) e diversas empresas de telecomunicações, em muitos estados distintos.

Mas a participação da Previ em empresas não se restringe às ações e aos fundos de investimento em renda variável. É importante também verificar os fundos de investimento em participações (FIPs), classificados como *investimentos estruturados*. Embora a participação dessa modalidade de investimento em relação ao total da carteira não seja tão relevante, como visto na tabela 5, há alguns FIPs com um montante de recursos expressivo e que contribuem para a percepção das estratégias da Previ no que diz respeito aos setores priorizados.

De acordo com os últimos dados disponíveis, os maiores montantes alocados em FIPs pela Previ são os expostos na tabela 7 (Previ, 2013).

TABELA 7
Previ (PB1 e Previ Futuro) – fundos de investimento em participações (2013)

Fundos de investimento em participações	R\$ milhões
Global Equity Properties	160,3
Infrabrasil	136,6
Brasil Governança Corporativa	83,6
Sondas	95,8
Brasil Internacional de Empresas	62,1
Logística Brasil	54,7

Fonte: Previ (2013).
 Elaboração do autor.

Nota-se claramente uma estratégia de alocação de recursos em fundos ligados à infraestrutura. O Fundo Infrabrasil foi criado em 2006, com o objetivo de fornecimento de crédito para empresas privadas que desejassem realizar obras de infraestrutura no Brasil. Idealizado pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o fundo contou com aportes iniciais não apenas da Previ, mas também da Funcef, Petros, Valia e Banesp, além de alguns bancos.

O Fundo Sondas foi instituído em 2010, para investir na empresa Sete Brasil, empresa criada pela Petrobras para a produção de sondas de perfuração destinadas à exploração do pré-sal. O Sondas também conta com a participação de outros fundos de pensão (Petros, Funcef e Valia), além de bancos e da própria Petrobras.

O Fundo Logística Brasil conta com recursos também da Petros e de outros fundos de pensão e, entre outras coisas, tem investido em terminais portuários. O fundo Global Equity Properties, que conta com R\$ 160,3 milhões da Previ, é voltado ao setor imobiliário.

Note-se, no entanto, que a despeito de esses recursos serem bastante relevantes para a viabilização dos fundos – e, portanto, dos investimentos relacionados –, o montante total de recursos alocados pela Previ em FIPs não chega sequer a R\$ 1 bilhão, representando cerca de 0,56% do total de ativos da entidade.

Como visto na tabela 5, o investimento em debêntures é mais volumoso, tendo atingido em 2013 pouco mais de R\$ 2 bilhões, mas sua participação no total da carteira é igualmente baixa, representando 1,2% do total. Entrando nos detalhes da carteira, é possível notar uma estratégia que também contempla de forma prioritária algumas empresas ligadas à área de infraestrutura (energia elétrica, logística, telecomunicações, construtoras e concessões relacionadas a transportes) – tabela 8. Além destas, valores consideráveis foram aplicados em debêntures do BNDESPar e da Vale, que já conta com uma participação acionária relevante da Previ.

TABELA 8
Previ – debêntures em carteira (2013)

Debêntures	R\$ milhões
BNDES Participações S/A BNDESPar	419,6
Vale S/A	308,1
Concessionário Auto Raposo Tavares S/A	178,0
CEMIG Geração Transmissão S/A	127,5
ALL América Latina Logística S/A	124,4
Andrade Gutierrez Participações S/A	106,5
Brasil Telecom S/A	98,8
MRV Engenharia Participações S/A	72,4
Transmissora Aliança Energia Elétrica S/A	70,1

Fonte: Previ (2013).
Elaboração do autor.

Em anos anteriores, foram verificadas debêntures com valores também relevantes (acima de R\$ 50 bilhões) da Braskem, Ambev, Invepar, Telemar, Usiminas – geralmente empresas que contam com participação acionária da Previ. No que diz respeito aos prazos de vencimento, os relatórios mostram que cerca de um

terço das debêntures têm vencimento entre um e cinco anos e outro terço entre cinco e dez anos.

Para verificar as tendências dos próximos anos, é útil analisar as propostas e estratégias expressas nos relatórios anuais mais recentes da Previ e eles indicam a possibilidade de algumas mudanças na composição da carteira da entidade. Apesar de a alocação dos recursos ser ainda bastante significativa em ações, como visto antes, o relatório de 2013 reitera a estratégia apresentada em documentos anteriores, indicando que havia uma intenção de aumentar a liquidez dos ativos do PB1 – o mais importante deles –, com redução da alocação em renda variável. No entanto, o relatório alega que “por fatores de mercado e regulatório, os cenários foram revisados, e alguns desses objetivos foram adiados”. Indica-se que a queda na Bolsa de Valores, o recrudescimento da inflação e a inflexão na política monetária, com elevação da taxa Selic, foram os principais responsáveis pelo adiamento dos planos. Nessa hora, percebe-se, portanto, que os fundos de pensão se aproveitam do privilégio de contarem com um passivo em grande medida de longo prazo, não precisando realizar perdas com a venda de ações em momentos em que elas estão com cotações baixas.

Os relatórios apontam também para o desejo de aumento dos investimentos internacionais e na área imobiliária. Particularmente no tocante aos investimentos imobiliários, o documento deixa clara a intenção de aumentar o investimento em projetos de grande porte. Vale lembrar que o limite para aplicação no setor imobiliário é de 8% dos ativos, de forma que a Previ ainda conta com um espaço relativamente grande para crescimento dos investimentos neste setor. Ademais, o recurso aos fundos de investimento imobiliários também se apresenta como possibilidade.

Os investimentos estruturados são constituídos, principalmente, por fundos de *private equity*, que investem em empresas com elevado potencial de crescimento e valorização. Em função da grande rentabilidade proporcionada por esses fundos do período recente, mas também por uma preocupação com o aumento da diversificação dos investimentos, o relatório explicita a intenção de aumento da alocação de recursos nessa modalidade de investimento. De toda maneira, a política de investimentos do relatório coloca limites máximo e mínimo para a participação de cada tipo de investimento e a faixa prevista para os investimentos estruturados vai de 0,00% a 2,00%, revelando que, ainda que cresça, a participação desses investimentos continuará ainda bastante baixa se comparada àquela verificada nos outros fundos de previdência – para o total dos fundos, a alocação era de 3,2% em junho de 2014.

3.2 Petros

A análise da composição setorial das alocações da Petros fica um pouco prejudicada pela ausência de dados mais detalhados relativos aos fundos de investimento variável dos quais a entidade possui cotas. No que concerne às ações em carteira

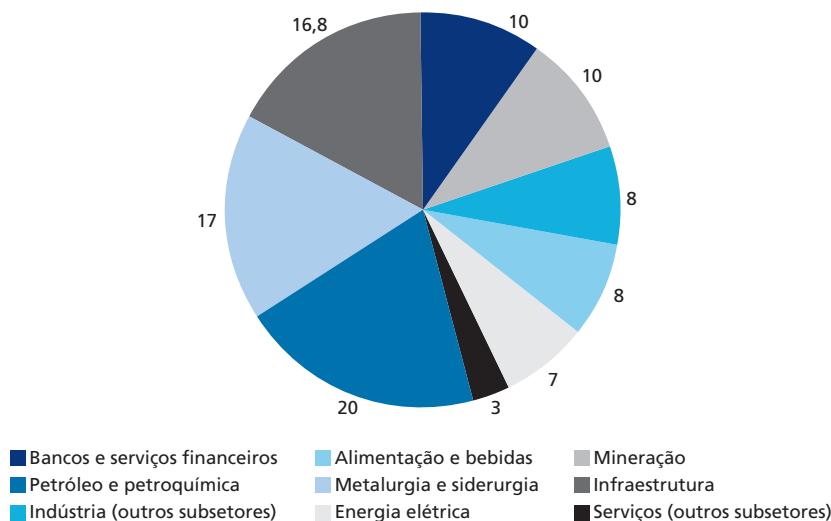
(não pertencentes, portanto, a fundos de investimento), foi possível, a partir dos relatórios anuais, alocar cada ação em um dos setores já definidos, quando da análise da carteira da Previ.

No ano de 2004, a carteira de ações da Petros era da ordem de R\$ 3,9 bilhões. Como mostra o gráfico 9, o setor preponderante era, à época, o de petróleo e petroquímica. Isso se explica pela atratividade das carteiras da Petrobras, mas também, indubitavelmente, pelo fato de essa empresa ser a patrocinadora do fundo em questão. No ano em questão, a entidade detinha R\$ 606,6 milhões em ações da Petrobras. Além disso, a recursos vultosos estavam alocados em ações da Vale (R\$ 331,1 milhões), Tele Norte Leste (R\$ 265,1 milhões), Itaubanco (R\$ 209,9 milhões), Caemi Metalúrgia (R\$ 168,4 milhões), Perdigão (R\$ 154,0 milhões), e Cemig (R\$ 124,4 milhões) e Usiminas (R\$ 113,8). Assim como no caso da Previ, muitas dessas ações foram adquiridas no momento de privatização das empresas públicas, nos anos 1990.¹¹ Além do setor de petróleo e petroquímica, que responde por 19,4% da carteira acionária, têm também destaque na carteira, portanto, os setores de metalurgia e siderurgia (16,9% da carteira acionária), infraestrutura – basicamente telecomunicações – (16,8%), bancos e serviços financeiros (10,4%) e mineração (10,2%) (gráfico 9).

GRÁFICO 9

Petros – composição setorial da carteira de ações (2004)

(Em %)



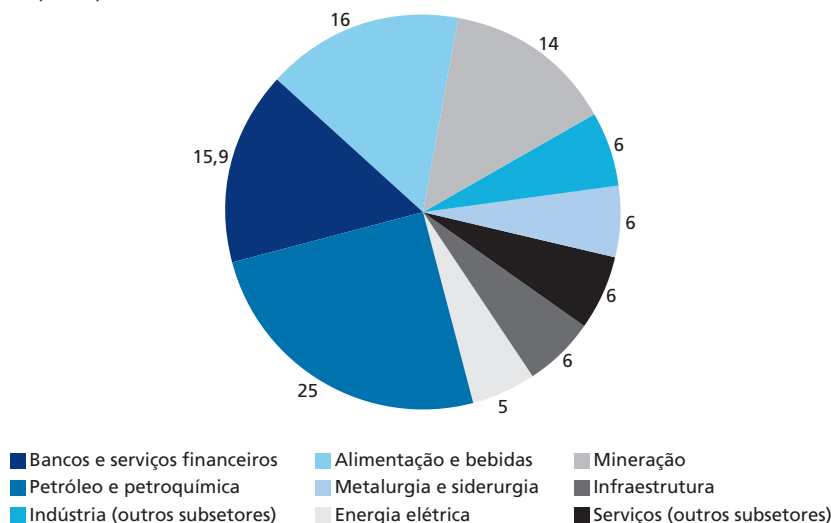
Fonte: Petros (2004).

Elaboração do autor.

11. Para uma análise sobre a participação dos fundos de pensão no processo de privatização de empresas públicas, ver Rocha (2013).

Nos anos seguintes, a carteira de ações da Petros aumenta de forma expressiva, atingindo em 2007 o patamar de R\$ 7,2 bilhões. São adquiridos volumes expressivos de ações da Perdigão – as ações da empresa na carteira da Petros atingem, no ano em questão, o valor de R\$ 1,0 bilhão – e do Bradesco – valor em carteira de R\$ 466,4 milhões. Associados à extraordinária valorização das ações de Vale e Petrobras, esses eventos fazem com que em 2007 os setores de petróleo e petroquímica (com 25% da carteira acionária), bancos e serviços financeiros (15,9%), alimentação e bebidas (15,7%) e mineração (14,1%) assumam os destaques absolutos da carteira (gráfico 10). O setor de infraestrutura, por seu turno, não acompanha esse crescimento e perde mais de 10 p.p. em seu peso relativo – basicamente pela desvalorização e venda de ações do setor de telecomunicações.

GRÁFICO 10
Petros – composição setorial da carteira de ações (2007)
 (Em %)



Fonte: Petros (2007).
 Elaboração do autor.

Na contramão do verificado com outras entidades de previdência, a Petros ampliou muito sua carteira acionária nos anos seguintes. Entre 2007 e 2010, essa carteira praticamente dobra de valor, chegando a R\$ 14,1 bilhões. Como aventado na seção anterior, a Petros aproveitou-se, em 2008 e 2009, do momento de baixa no mercado acionário para adquirir ações a custo reduzido. Nesse ano, comprou ações da ALL, Log-in, Lupatech, Romi, entre outras. Além disso, assim como a Previ, a entidade, que já era detentora de volumes expressivos de ações da Perdigão, participou do processo de constituição da BR Foods, alocando recursos volumosos na empresa – em 2010, a Previ detinha R\$ 2,4 bilhões em ações da BR Foods.

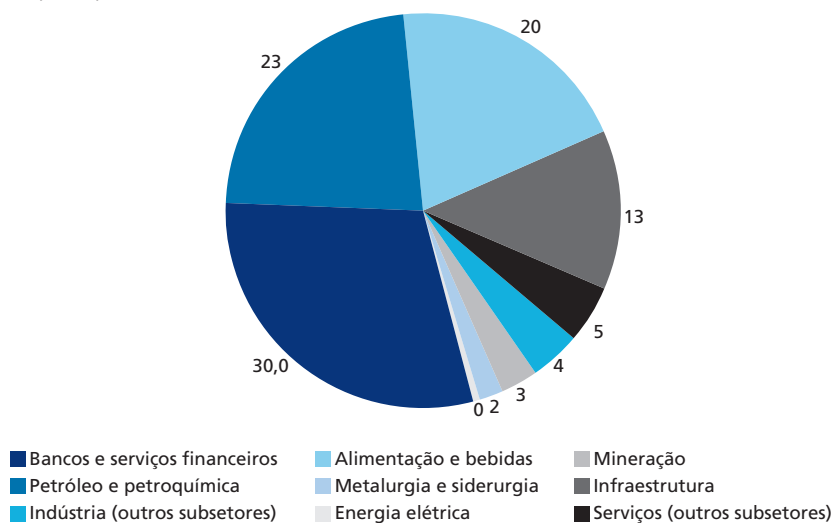
Em 2009 e 2010, o aumento da carteira acionária foi decorrente sobretudo da participação do fundo na capitalização da Petrobras e da aquisição de 12,7% das ações da Itaúsa.

Em decorrência, os setores de bancos e serviços financeiros e de alimentação e bebidas ganham muita importância, passando a representar, respectivamente, 30,0% e 20,0% da carteira acionária da Petros; e o setor de petróleo e petroquímica mantém participação elevada, respondendo por 22,8% da carteira (gráfico 11). O setor de infraestrutura recupera espaço pelas aquisições supracitadas de ações da ALL (empresa de logística com atuação importante no ramo ferroviário) e da Log-in, mas também pela aquisição de ações da Invepar e da Telemar. Nesse último caso, a Petros – assim como a Funcef – comprou ações da Telemar – controladora da Oi – em leilão realizado em 2010 pela BNDESPar que lhe transferiu 10% do capital com direito a voto da *holding*.

GRÁFICO 11

Petros – composição setorial da carteira de ações (2010)

(Em %)



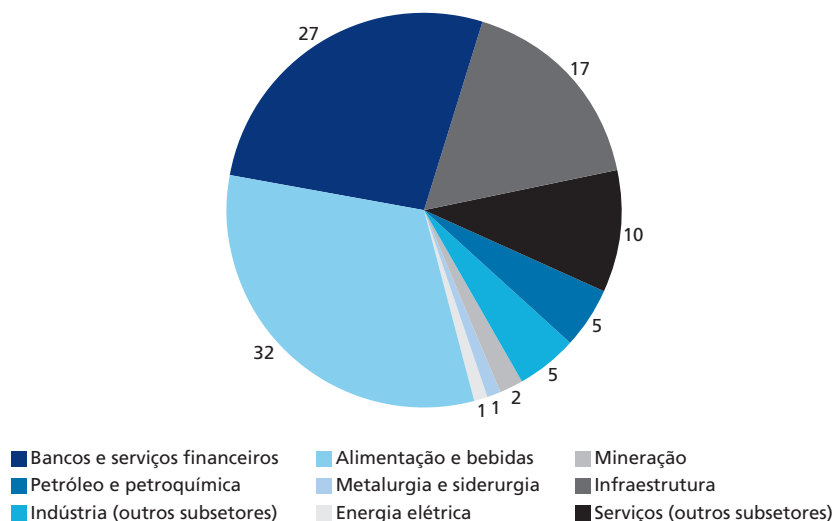
Fonte: Petros (2010).

Elaboração do autor.

Em 2013, a carteira acionária da Petros acumulava R\$ 18,7 bilhões. Como mostra o gráfico 12, o setor de alimentação e bebidas passou a ser o mais relevante (31,2% dos ativos em questão), em função, sobretudo, das ações da BR Foods, cujo montante ultrapassa a marca dos R\$ 5 bilhões, mas também pela detenção de um grande volume de ações da JBS (R\$ 739,8 milhões), empresa especializada em carne bovina. O setor de bancos e serviços financeiros mantém um peso muito

grande (27%), assentado principalmente sobre o volume de R\$ 4 bilhões de ações da Itaúsa. O setor de infraestrutura continua ganhando relevância, devido a uma nova rodada de compra – e decorrente valorização – da Invepar; no ano em questão, as ações dessa companhia na carteira da Petros chegaram à marca de R\$ 2,7 bilhões. O setor de serviços passou a representar 9,4% da carteira, em razão de um relevante aumento, em 2012, na participação acionária da entidade na companhia prestadora de serviços de análises clínicas Diagnósticos América S/A – em 2013, a Petros detinha R\$ 493,8 milhões em ações da empresa. O setor de petróleo e petroquímica perde participação em função da intensa queda no preço das ações da Petrobras – em 31 de dezembro de 2010, a ação Petrobras PN era cotada em R\$ 27,29, enquanto em 30 de dezembro de 2013, ela estava em R\$ 17,08.

GRÁFICO 12
Petros – composição setorial da carteira de ações (2013)
 (Em %)



Fonte: Petros (2013).
 Elaboração do autor.

Ao longo do período estudado, nota-se, destarte, como aspectos centrais, a perda de importância dos setores de petróleo e petroquímica (19,4% da carteira acionária da Petros em 2004 e 5,2% em 2013) e de metalurgia e siderurgia (16,9% em 2004 e 1,4% em 2013); e o imenso aumento no peso do setor de bancos e serviços financeiros (10,4% em 2004 e 27,0% em 2013) e, principalmente, de alimentação e bebidas (7,2% em 2004 e 31,8% em 2013).

Como feito para a Previ, vale aqui a ressalva de que as ações analisadas anteriormente são meramente aquelas detidas diretamente na carteira da Petros.

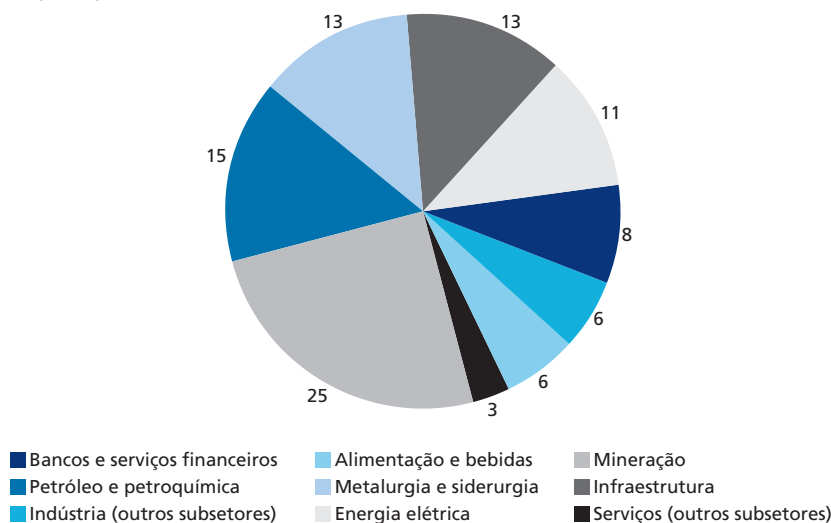
Além delas, é necessário avaliar também os fundos de investimento de renda variável que contêm ações para permitir conclusões mais rigorosas sobre a composição dos investimentos setoriais realizados pela entidade.

Em 2004, considerando também as ações detidas pela Petros por meio de fundos de investimento, chega-se a um montante de R\$ 5,0 bilhões.¹² Os fundos de investimento em renda variável relevantes para a análise em curso eram dois: Fundo Carteira Ativa II, com ações da Litel (Vale), no valor de R\$ 844,5 milhões; e Bonaire,¹³ com ações sobretudo da Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), no valor de R\$ 273,4 milhões. Com isso, a composição setorial dos investimentos da Petros que contemplam as ações em carteira, mas também esses fundos de investimento, tinha como setor principal, em 2004, o de mineração, com 24,7% dos ativos em questão (gráfico 13).

GRÁFICO 13

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2004)

(Em %)



Fonte: Petros (2004).
Elaboração do autor.

12. Convém destacar que esse volume diz respeito às ações detidas diretamente na carteira da Petros e aos fundos de investimento em renda variável para os quais é possível identificar o setor prioritário de investimento, já que alguns fundos são mais opacos ou diversificados. No entanto, para efeitos da percepção da composição setorial dos investimentos, isso não tem grande relevância, pois para os fundos mais importantes do ponto de vista do volume de recursos foi possível identificar os investimentos prioritários.

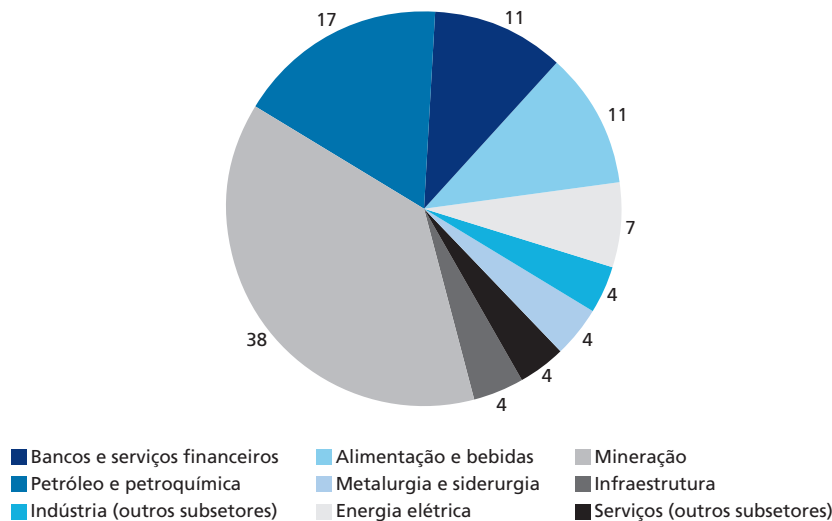
13. A Bonaire é uma empresa criada em 1997, quando da privatização de diversas empresas públicas do setor de energia elétrica, e conta com participação relevante como acionista da CPFL.

Em 2007, as ações detidas diretamente em carteira e aquelas detidas por meio dos fundos de investimento em renda variável somavam R\$ 10,6 bilhões. Os fundos mais relevantes continuaram associados aos setores de mineração e energia elétrica. O Fundo Carteira Ativa II atingiu, em 2007, o valor de R\$ 3,0 bilhões e o Fundo Energia São Paulo, que passou a ser o detentor das ações da CPFL valia nesse ano R\$ 386,2 milhões. Associado aos movimentos ocorridos na carteira acionária propriamente dita, que foram analisados anteriormente, essa valorização do fundo detentor de ações da Litel fez com que a participação do setor de mineração se ampliasse ainda mais, chegando a 38% dos ativos em questão (gráfico 14).

GRÁFICO 14

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2007)

(Em %)



Fonte: Petros (2007).

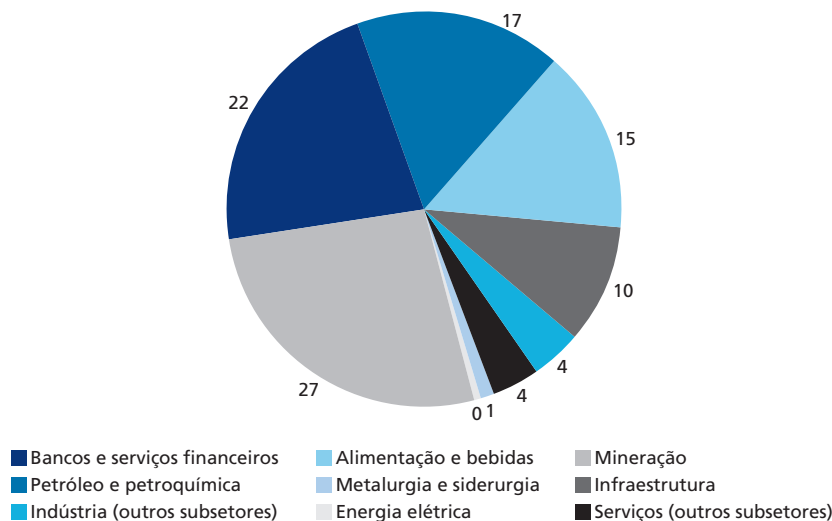
Elaboração do autor.

Em 2010, a carteira em questão somava R\$ 19,1 bilhões. O Fundo Carteira Ativa II continuou se valorizando, apesar do arrefecimento do ritmo, e chegou ao fim de 2010 com o valor de R\$ 4,1 bilhões. O Fundo Energia SP, com ações da CPFL, foi registrado sob a rubrica dos investimentos estruturados, a serem analisados abaixo e ficando fora, portanto, dos dados aqui apresentados. Dadas as aquisições e a valorização das ações do setor de bancos e serviços financeiros – discutidas antes –, ele ganha importância adicional, mas o setor preponderante segue sendo o de mineração (gráfico 15).

GRÁFICO 15

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2010)

(Em %)



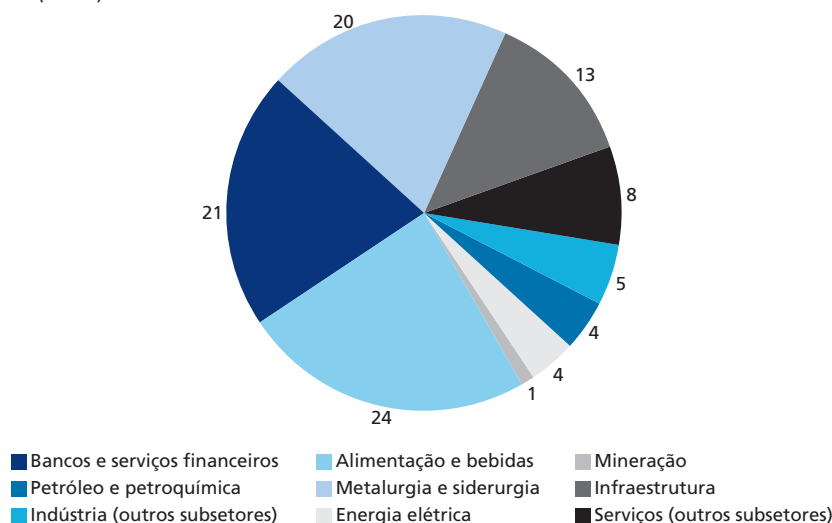
Fonte: Petros (2010).

Elaboração do autor.

GRÁFICO 16

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2013)

(Em %)



Fonte: Petros (2013).

Elaboração do autor.

Em 2013, os ativos em questão atingem o valor de R\$ 24,5 bilhões, contando com R\$ 4,6 bilhões no Fundo Carteira Ativa II (Litel/Vale) e R\$ 0,8 bilhão em um fundo com ações da CPFL. Dados os eventos relativos às ações detidas diretamente em carteira – notadamente as aquisições de ações da BR Foods e da Itaúsa – e discutidos antes, pela primeira vez o setor de mineração perde o posto de liderança, sendo ultrapassado pelos setores de alimentação e bebidas (que passa a ter, em 2013, um peso de 24,3% nos ativos em questão) e de bancos e serviços financeiros (21,0%) – gráfico 16.

Em relação ao total da carteira, os investimentos da Petros que podem ser categorizados como setoriais – ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento em renda variável – tiveram aumento contínuo desde o início do período estudado, passando de 20,2% em 2004 para 37,4% em 2013¹⁴ (tabela 9). Trata-se de um percentual bastante inferior àquele verificado para a Previ, mas ainda assim relevante, sobretudo se comparado ao padrão dos demais fundos de previdência complementar, que contam com participação muito menor dos investimentos em renda variável.

TABELA 9

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial
(Em %)

Setor	2004	2007	2010	2013
Alimentação e bebidas	1,2	2,9	4,3	9,1
Bancos e serviços financeiros	1,6	2,9	6,4	7,9
Mineração	5,0	10,3	7,9	7,5
Infraestrutura (outros)	2,6	1,0	2,8	4,8
Indústria (outros subsetores)	1,3	1,1	1,3	2,0
Petróleo e petroquímica	3,1	4,7	4,9	1,5
Energia elétrica	2,2	2,0	0,1	1,5
Investimento setorial\carteira total	20,2	27,2	29,2	37,4

Fonte: Petros (2004; 2007; 2010; 2013).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Inclui ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável

Do ponto de vista da composição setorial, uma primeira percepção relevante é que não há na Petros uma concentração de recursos análoga àquela verificada na Previ, entidade na qual o setor de mineração respondia, em 2013, por 22,7%

14. Os percentuais em questão dizem respeito apenas aos investimentos setoriais categorizados como de renda variável, não contando, portanto, as debêntures e os investimentos estruturados, que serão analisados a seguir. Como se verá, porém, os volumes alocados nessas rubricas são menos relevantes, não alterando de forma significativa o quadro aqui apresentado.

de todos os investimentos. Na Petros, o setor líder conta com 9,1% do total da carteira, como mostra a tabela 9. O que chama atenção, no entanto, é que esse setor líder seja o de alimentação e bebidas, que em 2004 respondia por meros 1,2% da carteira, mas que apresentou crescimento extraordinário no período em tela – fruto notadamente da participação da entidade na constituição da BR Foods, mas também da detenção de um montante relevante de ações da JBS.

A tabela 9 mostra, ainda, que os setores de bancos e serviços financeiros e mineração respondem por parcelas importantes da carteira total (7,9% e 7,5%, respectivamente), e o setor de infraestrutura aumentou bastante seu peso de 2007 em diante, chegando, em 2013, a 4,8% da carteira, como resultado sobretudo da atuação da Petros junto à Invepar.

Como visto, os investimentos setoriais da Petros – e das demais entidades de previdência complementar – são feitos de forma preponderante por meio de sua carteira de renda variável, por isso o destaque dado antes às ações e aos fundos de investimentos em renda variável. Mas é evidente que essa atuação setorial pode se dar também, embora de forma marginal, pela aquisição de debêntures e pelos investimentos estruturados.

No que concerne às debêntures (convertíveis, não convertíveis e carimbadas), o montante devido pela Petros em 2013 era de R\$ 368,7 milhões) e os principais montantes estão destacados na tabela 10.

TABELA 10
Petros – debêntures em carteira (2013)

Debêntures	R\$ milhões
Raizen	71,7
BR Towers	71,7
Cia Vale do Rio Doce	60,4
Lojas Americanas	42,1

Fonte: Petros (2013).
Elaboração do autor.

A Raizen é uma empresa de energia e a BR Towers de gestão de torres de telefonia, mostrando aquisições relacionadas ao setor de infraestrutura, mas não de forma exclusiva. Além destes, os relatórios dos últimos anos mostram também aportes relevantes de recursos da Petros em debêntures da CSN e da Invepar. Nota-se, no entanto, que apesar de não serem valores desprezíveis, a aquisição de debêntures é muito menos importante do que as outras formas de investimentos setoriais.

No tocante aos investimentos estruturados, a principal modalidade utilizada pela Petros são os Private Equity¹⁵ que, em 2013, somavam R\$ 3,7 bilhões, um montante, portanto, muito maior do que aquele destinado às debêntures, mas também bastante aquém daquele alocado em ações ou fundos de investimento em renda variável. No ano em questão, os principais investimentos em Private Equity estão listados na tabela 11.

TABELA 11
Petros – private equity (2013)

Private Equity	R\$ milhões
FIP Sondas	733,4
Florestal	384,8
Brasil Energia	306,8
Infrabrasil	305,9
Multiner	249,3
AG Angra	240,2

Fonte: Petros (2013).
Elaboração do autor.

Como verificado para a Previ, nota-se que a Petros teve participação importante no FIP Sondas, destinado à constituição da Sete Brasil, responsável pela construção de sondas de exploração do pré-sal.

O aporte ao Fundo Florestal está provavelmente ligado à fusão da empresa Eldorado, de papel e celulose, com a empresa Florestal, de reflorestamento, que contou também com recursos da Funcef e financiamento do Banco Nacional do Desenvolvimento (BDNES). Os fundos Brasil Energia e Multiner estão ligados a investimentos no setor de energia. E o Fundo de Investimento em Participações AG Angra foi criado em 2006 pela AG Angra Investimentos, em conjunto com Petros, Funcef e BNDES, e com o objetivo de investir em projetos de infraestrutura, notadamente nas áreas de logística (portos, aeroportos e ferrovias), água e saneamento, óleo e gás e infraestrutura industrial.

Há, portanto, declaradamente, uma priorização de fundos de investimento em participação (FIPs) em infraestrutura. Alguns anos atrás, havia grande concentração em energia elétrica, mas com a intenção de aumentar a participação na cadeia de óleo e gás, e isso estava sendo feito, ao menos até a eclosão da Operação Lava-Jato.

15. De acordo com Costa (2014, p. 319), "private equity é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento. Estes investimentos são realizados via fundos de private equity, geralmente, em empresas emergentes de maior porte com grande potencial. Em sua maioria são constituídos em acordos contratuais privados entre investidores e gestores, não sendo oferecidos abertamente ao mercado e sim mediante a colocação privada".

Além destes, um FIP que contou com um aporte importante (cerca de R\$ 350 milhões) da Petros há alguns anos foi o Prot, cujo objetivo era investir na empresa JBS.

Os fundos de venture capital da Petros somavam, em 2013, apenas R\$ 75,1 milhões, pulverizados em pequenas participações, de forma que sua análise é menos relevante para a observação dos investimentos setoriais da entidade.

Em suma, percebe-se que os investimentos setoriais da Petros ocorrem notadamente: *i*) no setor de alimentação e bebidas e bancos e serviços financeiros, por meio de ações; *ii*) no setor de mineração, por meio do fundo carteira ativa II; *iii*) no setor de infraestrutura – sobretudo concessões de transporte (Invepar) e cadeia de óleo e gás (Fundo Sondas) –, por meio de ações, fundos de investimento de renda variável e investimentos estruturados.

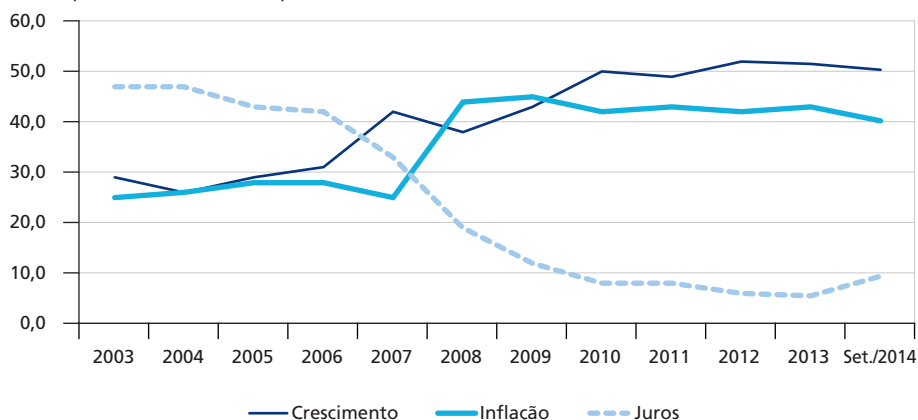
3.3 Funcef

Os relatórios da Funcef não apresentam de forma discriminada as ações detidas pela entidade, não sendo possível realizar uma análise da composição setorial de sua carteira de forma análoga ao que foi feito para Petros e Previ. No entanto, a junção de algumas informações publicadas nos relatórios, associadas a outras apresentadas no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão (ocorrido na cidade de São Paulo/SP, em 2014), permitem algumas constatações interessantes.

A entidade realiza uma desagregação de seus investimentos que é bastante interessante, agrupando-os segundo os três principais determinantes da rentabilidade dos ativos: crescimento econômico, inflação e juros. No grupo dos ativos atrelados preponderantemente ao crescimento, encontram-se as ações de empresas, os investimentos imobiliários e os fundos de participação. No grupo “juros”, encontram-se ativos atrelados a CDB/Selic. Naquele da “inflação”, são inseridos os ativos remunerados por índices de preços. É evidente que essa separação não é exatamente precisa, mas permite percepções relevantes. No gráfico 17, é possível notar uma clara tendência de queda nos ativos ligados a juros. Se há pouco mais de dez anos eles representavam cerca de metade dos ativos da carteira da Funcef, inicia-se em 2004 uma trajetória de queda acelerada e contínua até 2010. Em contrapartida, os ativos ligados a crescimento aumentam de forma acentuada nesse mesmo período (2004-2010); e os ativos ligados à inflação têm um salto abrupto de 2007 para 2008 e, desde então, mantêm um patamar relativamente estável. Em realidade, desde 2010, a configuração permanece praticamente a mesma, com os ativos ligados a crescimento representando cerca de metade da carteira, aqueles atrelados a preços respondendo por pouco mais de 40% e aqueles vinculados a juros oscilando de forma suave em um patamar inferior a 10%.

GRÁFICO 17

Investimentos Funcef, segundo proxys dos determinantes de sua rentabilidade
(Em % da carteira total)



Fonte: Abrapp (2014).

Elaboração do autor.

Obs.: Crescimento: ações de empresas (RV), investimentos imobiliários e fundos de participação.

Juros: ativos atrelados ao CDI/Selic.

Inflação: ativos atrelados aos índices de preços.

Esse movimento reflete, em primeiro lugar, o grande aumento na participação da renda variável na carteira da Funcef no período de elevado dinamismo da economia e, em decorrência, do mercado acionário brasileiro (2004-2010), como já visto. Em segundo lugar, revela o aumento da participação dos investimentos imobiliários na carteira da entidade – pelas novas aquisições, mas também pelo grande aumento nos preços dos imóveis. E, em terceiro lugar, deixa indicada uma mudança importante na carteira de títulos públicos detidos pela Funcef, como se verá na seção seguinte.

No que diz respeito às ações, embora não seja possível analisá-las uma a uma, como feito anteriormente para Previ e Petros, algumas informações importantes puderam ser extraídas dos relatórios. O dado mais relevante é que, em 2013, 16,2% dos investimentos do plano REG/Replan consolidado estão em ações da Vale, o que significa algo em torno de R\$ 7,7 bilhões. Isso está no fundo de investimento em ações carteira ativa II, composto de forma preponderante por ações da Litel Participações S/A, o canal de investimento da entidade na Valepar S/A, acionista da Vale S/A Segundo o Relatório Anual de 2013:

a participação da Fundação na Vale se deu em 1997, no âmbito do processo de privatização da Companhia. Naquele momento, o ingresso da Funcef e de outros investidores foi orientado por acordo de acionista que impõe a permanência no bloco de controle do investimento até o ano de 2017 (Funcef, 2013).

Adicionalmente, a Funcef detinha, em 2013, R\$ 3,9 bilhões em ações em sua carteira, sendo R\$ 2,7 bilhões na Invepar e 0,5 bilhão na JBS. Nota-se, portanto, investimentos volumosos em ações também detidas pelos fundos supracitados, determinando uma participação setorial extremamente grande no setor de mineração, e uma alocação não desprezível nos setores de infraestrutura e alimentação.

Nos investimentos estruturados, a Funcef detinha, em 2013, R\$ 3,0 bilhões em fundos de investimento em participações e R\$ 0,6 bilhão em fundos imobiliários. Nos FIPs, deve-se destacar que a Funcef aportou 1,1 bilhão ao Fundo Sondas em 2011 (para investimento na Sete Brasil), o que significou 17,7% das cotas do fundo. Percebe-se, portanto, uma ação conjunta da Funcef, Previ e Petros, em linha com as necessidades e oportunidades geradas pela descoberta do pré-sal.

Além do fundo de ações carteira ativa II (Vale) e do Fundo de Participação Sondas, a Funcef detém cotas também de outros fundos constantes das carteiras de Previ e/ou Petros, como o fundo de participação florestal, o fundo de participação global equity e o fundo de participação angra infraestrutura.

Os relatórios anuais mais recentes, assim como a apresentação realizada no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão revelam uma clara intenção da Funcef de ampliar seus recursos alocados em fundos de participação ligados a investimentos em infraestrutura. Do total de cinquenta fundos investidos em 2014, dezoito são ligados à infraestrutura, sendo os mais representativos indicados na tabela 12.

TABELA 12

Funcef – fundos de investimento em participação ligados à infraestrutura (2014)

FIP	R\$ milhões	Ano do investimento
Sondas	1.386	2011
Odebrecht – Foz do Brasil	300	2013
Brasil Energia	260	2005
Caixa Logística	220	2014
Infra Brasil	206	2006
Multiner	187	2008
Investidor institucional	157	1997
RG Estaleiros	141	2010

Fonte: Abrapp (2014).

Além dos fundos ligados à exploração de petróleo e gás, percebe-se, portanto, alguns ligados a energia elétrica, saneamento e logística. Nota-se, também, que a maior parte dos investimentos foi realizada nos últimos dez anos.

Em realidade, os setores priorizados foram variando ao longo dos últimos dez anos, não apenas no que concerne à infraestrutura, mas também em geral. Na apresentação realizada no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão – 2014, a própria Funcef destaca os setores eleitos em cada ano para os investimentos estruturados, como mostra o quadro 1.

QUADRO 1

Funcef – setores priorizados para os investimentos estruturados

Ano	Setores priorizados
2004	Energia, têxtil
2005	Energia
2006	Energia, logística, saneamento, serviços
2007	Serviços, TI
2008	Alimentos, energia, logística, construção civil, siderurgia
2009	Florestas, energia, educação, construção civil, varejo
2010	Serviços, florestas, energia, alimentos, construção civil
2011	Serviços, petróleo/gás, portos, TI, biotecnologia
2012	Serviços, petróleo/gás, logística, florestas
2013	Infraestrutura, inovação

Fonte: Abrapp (2014).
Elaboração do autor.

Como mudanças mais marcantes, nota-se o abandono da prioridade dada ao setor de energia, o aumento da importância dada ao setor de serviços e, a partir de 2010, ao setor de petróleo e gás. De toda forma, nota-se que, nos investimentos estruturados, é inegável a importância dada à infraestrutura. A própria Funcef destaca que dos quinze setores priorizados nos últimos dez anos, cinco são de infraestrutura.

De acordo com a apresentação supramencionada, realizada no Congresso da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), a Funcef já detinha, em setembro de 2014, um montante de R\$ 6 bilhões comprometidos com fundos de investimento em participação, sendo R\$ 3,7 bilhões em infraestrutura, o que corresponde a 74% do total.¹⁶

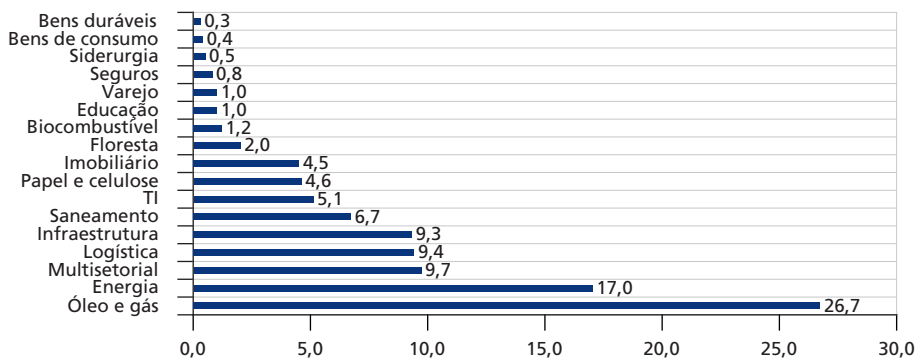
A desagregação da carteira da Funcef revela que, em valor, um quarto do capital comprometido em investimento estruturado está alocado em fundos ligados a óleo e gás (gráfico 18). Energia (17,0%), logística (9,4%), infraestrutura (9,3%) e saneamento (6,7%) também possuem participações relevantes (gráfico 18).

16. Em investimentos já integralizados, R\$ 4,9 bilhões, sendo R\$ 1,5 bilhão em infraestrutura, o que corresponde a 26% do total.

GRÁFICO 18

Investimento estruturado: capital comprometido, por setor (2014)

(Em %)



Fonte: Abrapp (2014).

Elaboração do autor.

Em linha com a apresentação supracitada, o Relatório Anual de 2013 também dá bastante destaque ao crescimento recente desses investimentos estruturados, mas também às perspectivas futuras, anunciando a intenção de aumentar a participação em fundos ligados a geração de energia, óleo e gás e concessionários de rodovias e aeroportos. Parte desses investimentos estará concentrada na empresa Norte Energia, com participação na construção de Belo Monte e na Invepar, concessionária do setor de transportes. A meta anunciada é que a carteira de investimentos estruturados atinja 16,1% da carteira total da Funcef já em 2018 – em setembro de 2014 ela era da ordem de 10% da carteira.

Na política de investimento da entidade para o quinquênio 2015-2019, fica explícita a intenção de continuar a trajetória de alongamento de prazos e de priorização de ativos atrelados a crescimento econômico e inflação, para reduzir a dependência dos ativos atrelados a juros pós-fixados (Selic). O documento indica que o cenário macroeconômico tem desestimulado investimento em renda variável, gerando o desejo de elevação das carteiras de renda fixa – não atrelados à Selic, como se verá a seguir – e de investimentos imobiliários. No tocante à renda fixa, declara-se também a intenção de aumentar o investimento em debêntures. E fica nítida uma estratégia de ampliar os investimentos no exterior, inicialmente, por meio de fundos de fundos, nos quais um gestor especializado e com atuação internacional faria a seleção de fundos de investimento em *private equity* no exterior.¹⁷

17. "Inicialmente serão selecionados fundos de fundos como forma de adquirir a expertise de seleção de fundos de gestores internacionais e promover uma ampla diversificação temporal, setorial, regional e de estratégias primárias e secundárias com um volume de recursos limitados. Na medida em que houver transferência de tecnologia de análise e seleção de gestores temáticos, seria implementada a segunda fase da estratégia de realizar seleção diretamente de tais gestores" (Funcef, 2014).

No maior dos planos da Funcef, o REG/Replan consolidado, o objetivo é que a participação dos investimentos de renda fixa suba cerca de 3 p.p., chegando a 48,8% da carteira ao final de 2019. Para a renda variável, por seu turno, a participação já caiu mais de 7 p.p. entre 2010 e 2014 e o intuito é reduzi-la em 3,5 p.p. adicionais, atingindo menos de 26% da carteira em dezembro de 2019. Os investimentos estruturados deverão chegar ao fim do quinquênio em cerca de 15% da carteira. E a meta para os investimentos no exterior é de 0,7% da carteira ao final de 2019.

4 PREVI, PETROS E FUNCEF: TÍTULOS PÚBLICOS (PERFIL E GESTÃO)

Os títulos públicos continuam representando parcela importante das carteiras dos fundos de previdência complementar. Com risco reduzido e remuneração elevada, são ativos apropriados a uma gestão conservadora, mas com boas chances de atingir as metas atuariais definidas. Como já discutido, Previ, Petros e Funcef, em função de suas características (fundos fechados, grandes, maduros e ligados a empresas públicas), gerem suas carteiras de forma bem menos conservadora do que o conjunto das demais entidades de previdência complementar, mas, ainda assim, têm nos títulos públicos um importante porto seguro. A despeito disso, a gestão e a composição desses títulos públicos sofrem variações ao longo do tempo, justificando uma análise mais detalhada dessa carteira. No que diz respeito à gestão dos títulos, é importante verificar dois aspectos: *i*) se eles são mantidos diretamente em carteira ou em fundos de investimento em renda fixa; e *ii*) se eles são mantidos até o vencimento (marcação na curva) ou se encontram-se disponíveis para negociação (marcação a mercado). No tocante à composição desses títulos, é importante investigar: *i*) indexadores; e *ii*) maturidade.

4.1 Previ

As entidades de previdência complementar têm crescentemente aumentado a participação dos recursos alocados em fundos de investimento. Isso ocorre com os investimentos de renda variável, como demonstrado na seção anterior, mas também com aqueles de renda fixa. Esse processo foi gradual ao longo dos últimos dez anos, mas foi acelerado no período mais recente e, na Previ, ele vem sendo levado ao paroxismo, com os títulos públicos em carteira tendo sido praticamente zerados já em 2013 – como visto na tabela 5, os títulos públicos representavam 8,1% da carteira total dos Planos PB1 e Previ Futuro em 2010 e, em 2013, equivalem a apenas 0,1% da carteira (R\$ 131 milhões).

Isso não significa, no entanto, uma redução do peso dos títulos públicos na carteira da Previ – e das demais entidades –, mas apenas uma nova forma de alocá-los. Os relatórios da Previ publicam o percentual da rubrica fundos de investimento em renda fixa que é alocado em títulos de responsabilidade do governo federal e

esse percentual gira sempre em torno de 90%. No ano de 2013, com a alocação de mais um montante bastante volumoso de títulos públicos nesses fundos de investimento, esse percentual chegou, no PB 1, a 99,9%. Como anunciado antes, entrevistas com gestores de entidades de previdência apontaram que a motivação maior desse recurso à colocação de títulos públicos sob o guarda-chuva de fundos de investimento (muitas vezes exclusivos) é a ampliação da liquidez desses ativos.

Com relação à precificação desses ativos, a Resolução nº 4/2002 do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) permite que as entidades de previdência complementar optem pela forma de avaliação dos títulos públicos detidos. Esses títulos podem ser classificados na categoria *para negociação (marcados a mercado)* ou *mantidos até o vencimento (marcados na curva)*. “No primeiro caso, os títulos têm que ser contabilizados pelo valor de transação de títulos equivalentes no mercado, sofrendo as oscilações deste mercado. No segundo caso, os títulos são contabilizados pela ‘curva do papel’, ou seja, pela apropriação, mês a mês, das taxas de correção e de juros previstas no título” (Previ, 2004). Em 2004, a Previ passou a fazer esse tipo de classificação, mantendo, inicialmente, um percentual maior de títulos “para negociação”. Em um processo gradual de inversão dessas participações, os títulos “marcados a mercado” e “marcados na curva” praticamente se equivalem no ano de 2007 (R\$ 18,8 bilhões e R\$ 18,5 bilhões, respectivamente); e em 2008 os títulos mantidos até o vencimento se tornam preponderantes (R\$ 19,1 bilhões contra R\$ 17,8 bilhões), processo que continua até 2013, quando os títulos até o vencimento superam largamente aqueles para negociação (tabela 13).

TABELA 13
Previ – títulos públicos classificados segundo a forma de avaliação

Ano	Títulos para negociação (R\$ bilhões)	Títulos mantidos até o vencimento (R\$ bilhões)
2007	18,8	18,5
2008	17,8	19,1
2009	16,4	24,1
2010	15,0	26,7
2011	15,0	28,4
2012	14,7	31,1
2013	13,1	32,5

Fonte: Previ (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).
Elaboração do autor.

De acordo com o próprio relatório da Previ, essa tendência configura uma gestão mais conservadora, que, reduzindo os efeitos de oscilações do mercado sobre a avaliação dos títulos detidos em carteira, resguarda a rentabilidade dos participantes.

Essa estratégia é diferente para os distintos planos da entidade, visto que o plano Previ Futuro tem pouco participantes já aposentados, permitindo uma classificação com participação maior dos títulos “para negociação”.

Associadas a essa estratégia de aumento da parcela de títulos mantidos até o vencimento, estão outras duas tendências, relacionadas ao perfil desses títulos públicos. A primeira delas é o aumento dos títulos indexados a índices de inflação, em detrimento daqueles remunerados pela Selic. E a segunda é o aumento do prazo de vencimento desses títulos.

Como indicam documentos da própria Previ:

até março de 2003, a carteira de Renda Fixa vinha sendo composta basicamente por títulos públicos atrelados à Taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro – LFTs). A partir daí, a gestão iniciou um processo de troca gradual por títulos públicos indexados aos índices de preço, especificamente o IGP-M e o IPCA (Notas do Tesouro Nacional – NTNs, séries C e B, respectivamente) (Previ, 2010).

Em realidade, as LFTs são sempre classificadas na categoria dos títulos “para negociação”, já que se trata de um título pós-fixado. Nos títulos mantidos até o vencimento, por sua vez, são alocadas unicamente as NTNs, remuneradas pelos índices de inflação, mas que contam também com uma taxa de juros adicional que é prefixada. Destarte, o aumento da importância dos títulos mantidos até o vencimento está inerentemente associado ao aumento das NTNs.

Os motivos alegados pela entidade são três. Em primeiro lugar, o pagamento semestral de cupons que caracteriza a forma de remuneração das NTNs. Em segundo lugar, a estreita correlação entre a rentabilidade das NTNs B e C e a meta atuarial dos fundos de previdência, já que ambas são baseadas em índices de preços. E, em terceiro lugar, uma expectativa dos mercados já desde a primeira metade da década de 2000 de que a taxa Selic passaria por uma longa trajetória de queda.

É importante perceber, no entanto, que por mais que as NTNs fossem de fato apropriadas para as entidades de previdência complementar e que elas tenham efetivamente participação ativa nesse processo de alteração da composição de sua carteira de títulos públicos, o processo não pode ser entendido por completo sem considerar também o esforço do governo federal para alterar a composição da dívida pública mobiliária. Como aponta Lopreato (2014, p. 273):

a STN [Secretaria do Tesouro Nacional] passou a gerenciar o conjunto da dívida pública (interna e externa), ganhou expertise no manejo das operações de colocação e resgate dos títulos e adotou a estratégia de gestão direcionada a alongar o perfil da dívida e a ampliar a participação dos títulos prefixados e indexados à inflação, condizente com a prática internacional.

Nesse sentido, entre 2003 e 2005 já há uma mudança abrupta na participação desses indexadores. Em 2003, a carteira de renda fixa da Previ contava com 75,4% de seus ativos remunerados pela Selic, 13,0% pelo IGP-M, 0,0% pelo IPCA e 1,6% prefixado. Em 2005, o peso dos ativos atrelados à Selic já havia caído para 50,8% e aquele dos títulos ligados ao IPCA já atingiam 33,3% dos ativos de renda fixa, com outros 11,7% ligados a IGP-M e 1,3 prefixados. Já em 2006, os ativos remunerados pelo IPCA se tornam preponderantes, representando 44,2% do total de renda fixa, enquanto aqueles atrelados à Selic respondiam a 40,1%, ao IGP-M 10,0% e prefixados 3,0%.

Essa transição se reforça nos anos seguintes, com o crescimento gradual da participação as NTN-B em detrimento das LFTs. Se em 2007 a Previ ainda mantinha R\$ 8,7 bilhões em LFTs, esse montante vai decrescendo de forma acelerada e, já em 2011, ele não chegava sequer aos R\$ 200 milhões.

Pelos últimos dados disponíveis, relativos ao ano de 2013, houve um certo retrocesso nessa tendência, já que, a despeito de a Previ contar com apenas R\$ 5 milhões em LFTs em sua carteira, ela detinha R\$ 3,0 bilhões em operações compromissadas.¹⁸ De toda forma, as NTN-B são absolutamente preponderantes, tendo atingido o patamar de R\$ 37,6 bilhões.

Como último movimento associado às mudanças debatidas antes, deve-se destacar um inequívoco alongamento dos prazos dos títulos públicos mantidos pela Previ. Se na categoria dos títulos para negociação, são majoritários aqueles com vencimento entre 1 e 5 anos, na dos títulos mantidos até o vencimento preponderam aqueles com prazos maiores. Em 2013, dos R\$ 13,1 bilhões deixados para negociação, R\$ 3,3 bilhões tinham vencimento entre 0 e 1 ano, R\$ 4,3 bilhões entre 1 e 5 anos e R\$ 3,3 bilhões (exclusivamente NTN-B e C) acima de quinze anos. Dos R\$ 32,5 bilhões mantidos até o vencimento, R\$ 1,1 bilhão venceria em até um ano e R\$ 15,6 bilhões tinham vencimento superior a quinze anos.

4.2 Petros

A análise realizada para a Previ facilita bastante as discussões relativas a Petros e Funcef, embora as tendências observadas não sejam exatamente as mesmas. Ao contrário da Previ, a Petros foi ao longo dos últimos dez anos ampliando a parcela de sua carteira de títulos públicos classificada como *para negociação*. Ademais, a preponderância absoluta das NTN com prazos mais longos já estava consolidada desde ao menos 2004. Nesse ano, a Petros detinha R\$ 12,3 bilhões em títulos mantidos até o vencimento,

18. Segundo Lopreato (2014, p. 281), as operações compromissadas guardam "ares semelhantes ao observado na fase em que toda a riqueza financeira girava no *overnight*, uma vez que os saldos ociosos estão aplicados a curto prazo e a remuneração atrelada à taxa Selic, isto é, a ação permite valorizar o excesso de liquidez com juros equivalentes aos dos ganhos dos títulos públicos de longo prazo (Selic)".

contando, nessa categoria, unicamente com NTNs; desse montante, dois terços tinham vencimento superior a quinze anos. Na categoria *para negociação*, a entidade mantinha um volume irrisório, de R\$ 20,5 milhões.

Em 2007, os títulos mantidos ainda eram preponderantes, somando R\$ 14,3 bilhões, mas aqueles para negociação já alcançavam o valor de R\$ 1,0 bilhão. Quanto aos prazos de vencimento, os marcados na curva (novamente apenas NTNs) mantiveram a proporção de dois terços com vencimento superior a quinze anos, enquanto os marcados a mercado tinham, em sua maioria, vencimento entre um e cinco anos.

A grande inversão nesse perfil de classificação ocorreu, porém, em 2010, quando R\$ 15,4 bilhões em NTN-B alocados na categoria *até o vencimento* foram remarcados como *para negociação* e permutados com a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) por títulos com outros vencimentos. Com isso, 90% desses títulos passaram a ter um vencimento superior a dez anos. De acordo com o Relatório de 2010, a permuta foi benéfica para a entidade pois resultou em um ganho de R\$ 866 milhões, mas também porque “possibilitou à Petros deter ativos líquidos, podendo adequar melhor as necessidades de liquidez dos planos e angariar oportunidades de mercado”. Com isso, os títulos mantidos até o vencimento reduziram-se ao valor de R\$ 1,3 bilhão.

No ano de 2013, esse perfil se mantém e são classificados na categoria *mantidos até o vencimento* apenas R\$ 1,6 bilhão, enquanto R\$ 14,5 bilhões estão registrados como *para negociação*.

Na Petros, não se nota de forma tão clara a tendência verificada na Previ de alocação dos títulos públicos em fundos de investimento de renda fixa. A carteira da entidade possuía, em 2013, R\$ 16,1 bilhões de títulos públicos em carteira própria, enquanto os fundos de renda fixa somavam R\$ 10,3 bilhões. Por seu turno, a tendência à preponderância das NTNs chegou ao limite, já que essas notas do tesouro compõem a totalidade da carteira de títulos.

4.3 Funcef

Na Funcef, à semelhança da Previ, os títulos foram quase que integralmente transferidos para fundos de investimento de renda fixa. Como indica o Relatório 2013:

os recursos alocados em carteira própria no segmento de renda fixa na categoria títulos para negociação (títulos públicos, títulos de créditos bancários e corporativos) e os títulos públicos mantidos até o vencimento foram transferidos para fundos de investimentos (FI) exclusivos e os recursos alocados no segmento de renda variável para fundos de investimentos em ações (FIA) exclusivos. Os investimentos permanecem sob a gestão da Funcef e a administração é da Caixa (Funcef, 2013).

Isso explica o imenso crescimento dos fundos de investimento verificado no ano, já que, no agregado (renda fixa e variável), eles passam de R\$ 20,8 bilhões em 2012 para R\$ 43,4 bilhões em 2013, chegando à incrível participação de 78,9% da carteira consolidada.

De toda forma, ainda que sob a forma de fundos de investimento, os títulos públicos mantêm um peso imenso na carteira da entidade. Em 2013, eles somavam R\$ 18 bilhões, o equivalente a 32,7% da carteira consolidada da Funcef.

Assim como na Previ, a preponderância é de títulos mantidos até o vencimento. Em 2013, eles somavam R\$ 15,5 bilhões (cerca de dois terços com vencimento superior a dez anos), enquanto aqueles para negociação atingiam o valor de R\$ 2,5 bilhões (quase metade com vencimento entre zero e um ano). Como nos outros planos, a tendência tem sido de enxugamento das LFTs, com preponderância absoluta das NTN-B, e de alongamento dos prazos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O conjunto das entidades de previdência complementar adota uma gestão bastante conservadora de seus recursos, alocando parcelas expressivas de suas carteiras em renda fixa – notadamente em títulos públicos (como apresentado no capítulo 7 deste livro). Percebeu-se, porém, que as três maiores entidades de previdência complementar do país – Previ, Petros e Funcef – reuniam características que resultavam em uma postura menos conservadora e mais propensa a formas alternativas de investimento. Dado que essas três entidades detêm, em conjunto, recursos que em 2013 ultrapassavam R\$ 290 bilhões, verificou-se a pertinência de estudos concentrados sobre as carteiras dessas três entidades. Este capítulo concentrou-se, portanto, nessas carteiras, permitindo conclusões mais rigorosas sobre a forma como os três grandes fundos de previdência do Brasil alocam seus recursos e sobre as tendências para os próximos anos.

Em primeiro lugar, é bom que se destaque que apesar da postura menos conservadora se comparada àquela dos demais fundos de previdência, Previ, Petros e Funcef também detêm parcelas bastante relevantes de seus recursos alocados em títulos públicos federais. Na Previ e na Petros, essa participação era em 2013 da ordem de um quarto da carteira total (26,8% e 24,6%, respectivamente), chegando, na Funcef, a quase um terço da carteira total (32,7%). Essa postura é facilmente compreensível pela segurança, liquidez e rentabilidade oferecida por esses títulos, que normalmente permite às entidades atingirem as metas atuariais de seus planos sem exposição a risco.

No que concerne ao *perfil* dos títulos, dois movimentos foram marcantes no período estudado.

- 1) Do ponto de vista dos *indexadores*, uma liquidação das LFTs, atreladas à taxa Selic, e uma preponderância quase absoluta das NTN-B, atreladas ao IPCA. Isso se explica pelo desejo da STN de redução da exposição da dívida pública mobiliária federal aos movimentos da taxa Selic, mas também à pertinência dessa troca para os fundos de previdência. Por um lado, as EFPCs esperavam, desde a primeira metade da década de 2000, uma queda no patamar da taxa Selic, de forma que o abandono dos títulos pós-fixados lhes era conveniente. Por seu turno, a meta atuarial é calculada com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), tornando atraentes os títulos atrelados a índices de preço, como são as NTNs.
- 2) Do ponto de vista dos prazos, houve um nítido alongamento. Convém destacar, portanto, que as EFPCs aceitaram um alongamento nos prazos de seus ativos, mas esse alongamento ficou restrito à carteira de títulos públicos, não se refletindo da mesma maneira nas demais modalidades de investimento.

Ainda no tocante aos títulos públicos, foi nítido um movimento da Petros na direção oposta àquela tomada por Previ e Funcef no que diz respeito à classificação dos títulos segundo a forma de avaliação/precificação. Enquanto a Petros foi gradualmente ampliando a parcela de títulos públicos “para negociação” (os chamados “marcados a mercado”), Previ e Funcef fizeram, nos últimos anos, a trajetória contrária, detendo hoje a maior parte de seus títulos públicos na categoria “mantidos até o vencimento”. Com isso, a Petros está mais sensível às oscilações do mercado, sejam elas positivas ou negativas.

Como último aspecto, percebeu-se que a Petros é a única das três entidades que mantém parte importante de seus títulos diretamente em carteira – embora esteja também realizando um movimento de realocação de títulos para fundos de investimento. Previ e Funcef, por sua vez, praticamente zeraram os títulos detidos em carteira, colocando-os em fundos de investimentos (geralmente exclusivos) de renda fixa.

Em realidade, essa tendência de acelerada ampliação da participação dos fundos de investimento foi verificada na Previ e na Funcef não apenas na renda fixa, com os títulos públicos, mas também na renda variável. Ao fim de 2013, os fundos de investimento representavam 58,7% dos ativos da Previ e, na Funcef, chegavam ao elevado patamar de 78,9% dos ativos. A explicação para isso está na terceirização da gestão de parte da carteira, mas também no objetivo de aumentar a liquidez dos ativos. Na Petros, apesar de crescente, a participação dos fundos de investimento ainda é bem menor, chegando, nesse mesmo ano, a 33,7%.

No que diz respeito às ações detidas diretamente em carteira (desconsiderando os fundos de investimento), as conclusões são as seguintes.

- 1) No período recente, Previ e Petros ampliaram muito a participação do setor de alimentação e bebidas em sua carteira. Na Previ, ele é responsável por 27,8% das ações detidas diretamente em carteira (desconsiderando os fundos); e na Petros ele já aparece como o setor líder, com peso de 31,8% nas ações detidas diretamente em carteira. Isso não se explica por uma predileção pelo setor em si, mas, principalmente, pela participação dessas entidades no processo de conformação de dois grandes grupos nacionais: Ambev, em 2003, e BR Foods, mais recentemente – esse último envolvendo montantes bastante elevados de recursos. Petros e Funcef também têm um montante relevante de ações da JBS.
- 2) O setor bancário e financeiro também tem peso extremamente relevante nas carteiras acionárias dessas três entidades, aparecendo como o setor líder na Previ (30,1%) e segundo colocado na Petros (27,0%). Essa participação teve tendência de aumento ao longo do período estudado e as ações mais importantes são aquelas de Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Itaúsa.
- 3) Previ e Funcef têm procurado gradualmente reduzir a participação das ações em suas carteiras.
- 4) As operações acionárias realizadas pelas EFPCs são bastante distintas daquelas realizadas por fundos especulativos, já que as ações são, em geral, carregadas por longos prazos. Na gestão da carteira acionária, as EFPCs usufruem do benefício de terem um passivo preponderantemente de longo prazo e um ativo diversificado, não tendo necessidade de vender ações em momentos de crise e baixos preços no mercado acionário. Ao contrário, a Petros aproveitou do momento de baixa, em 2008 e 2009, para adquirir novas ações.

Quando incorporamos na análise os fundos de investimento em renda variável que também contêm relevantes participações acionárias, as conclusões são as seguintes.

- 1) As três entidades aqui estudadas possuem fundos com recursos bastante expressivos na Litel, veículo de investimento na Valepar, controladora da Vale. Esses fundos foram configurados no momento da privatização da companhia, mas ampliados nos anos 2000, e ainda hoje representam parcelas bastante significativas do total das carteiras dessas entidades. Em decorrência, quando esses fundos são agregados à análise dos investimentos setoriais, a mineração aparece como o setor líder na Previ, com 39,2% da carteira que contempla ações e fundos com investimento em

ações, e como o terceiro setor mais importante na Petros, com 20,1% dessa carteira. Na Funcef, não é possível realizar os mesmos cálculos em função da indisponibilidade de dados relativos ao conjunto de ações detidas pela entidade, mas sabe-se que, em 2013, 16,2% dos investimentos do plano REG/Replan consolidado, o maior deles, estão em ações da Vale.

- 2) O setor de energia elétrica também tem peso relevante nos fundos de investimento de renda variável, notadamente em função de dois motivos. Em primeiro lugar, fundos que contêm ações da Companhia Paulista de Força e Luz (detidos por Previ e Petros) – a origem desses fundos também remonta ao período em que a empresa foi privatizada. Em segundo lugar, a Previ detém também um fundo que atingiu em 2013 o valor de R\$ 5 bilhões ligado à Neoenergia, que tem participação na construção da usina de Belo Monte.
- 3) As entidades detêm fundos ligados à Invepar, empresa responsável por inúmeras concessões metroviárias, rodoviárias e aeroportuárias.

Por fim, quando agregamos ainda uma análise das debêntures e dos investimentos estruturados.

- 1) Fica indicada uma priorização de setores ligados a projetos de infraestrutura, com recursos destinados a Invepar, Norte Energia (Belo Monte), Brasil Energia, Infrabrasil etc. Vale destacar o papel das três entidades na constituição do Fundo Sondas, para investimento na Sete Brasil, responsável pela construção de sondas para a exploração do pré-sal.
- 2) Muitas vezes, a alocação de recursos dessas entidades em fundos de investimento em participação (FIPs) ou debêntures está associada a ações conjuntas entre elas e com o BNDES ou o BNDESPar, já que se tratam de operações de investimento bastante volumosas e que requerem, portanto, o acesso a financiamentos de distintas fontes.
- 3) Embora crescentes, os volumes dessas entidades alocados em debêntures ou investimentos estruturados é ainda bastante pequeno se comparado ao total das carteiras. A Funcef se destaca pela maior participação dos investimentos estruturados (9,2% do Plano REG/Replan consolidado), enquanto a Previ é aquela com menor parcela alocada nessa modalidade (0,6% do Plano PB1).

Percebe-se, portanto, que as três entidades tiveram papel relevante, ao longo das últimas décadas.

- 1) No processo de privatização das empresas públicas: as três entidades têm recursos muito expressivos em fundos de investimento ligados à Vale e à CPFL, além de ações de empresas de energia elétrica e telecomunicações de distintos estados.

- 2) Na configuração de grandes grupos nacionais: as entidades aportaram recursos no processo de configuração da Ambev, da BR Foods e de outros grandes grupos nacionais.
- 3) Nos investimentos de infraestrutura: as entidades têm participação relevante na Invepar (que venceu as concessões do Metrô Rio, aeroporto de Guarulhos, Rodovia Raposo Tavares, entre outros); AG Angra Investimentos (infraestrutura); Neoenergia e Norte Energia (Belo Monte); e Fundo Sondas (Sete Brasil).

No que diz respeito às possibilidades de investimentos em infraestrutura, o ano de 2007 é apontado pelas entidades como um marco, em função da volta dos leilões de concessão em infraestrutura e do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Convém destacar, porém, que os recursos alocados em infraestrutura ainda são marginais se comparados ao total das carteiras de investimento dessas três entidades. As comparações com os montantes de recursos alocados em títulos da dívida pública, expressos antes, indicam como esses ativos ainda são muito demandados mesmo por essas três entidades, mostrando também um espaço para potencial crescimento adicional dos recursos direcionados a projetos de infraestrutura.

Nesse íterim, vale destacar dois riscos. Em primeiro lugar, a chamada *Operação Lava-Jato* tem atingido diretamente as empresas e os grupos ligados a investimentos de infraestrutura, com impacto já evidente sobre o patrimônio e a rentabilidade desses fundos de pensão. Em segundo lugar, as três entidades têm declarado a intenção de elevar seus investimentos no exterior, como forma de diversificar seu portfólio. Alegam, inclusive, que o descasamento cambial pode ser benéfico, já que em cenários de crise da economia nacional, esses ativos detidos no exterior poderiam se valorizar pela mera elevação da taxa de câmbio, constituindo-se como eficientes *hedges*. Trata-se, portanto, de uma potencial – e preocupante – janela de evasão de riqueza, que deve ser acompanhada com atenção nos próximos anos.

Diante do atual contexto político e macroeconômico – que, inclusive, tem gerado *deficits* para diversos fundos de previdência –, é possível, portanto, que essas entidades reforcem o conservadorismo da gestão de seus portfólios.

REFERÊNCIAS

ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Consolidado Estatístico 2003**. São Paulo: Abrapp, 2003.

_____. **Consolidado Estatístico 2004**. São Paulo: Abrapp, 2004.

_____. **Consolidado Estatístico 2005**. São Paulo: Abrapp, 2005.

_____. **Consolidado Estatístico 2006**. São Paulo: Abrapp, 2006.

_____. **Consolidado Estatístico 2007**. São Paulo: Abrapp, 2007.

_____. **Consolidado Estatístico 2008**. São Paulo: Abrapp, 2008.

_____. **Consolidado Estatístico 2009**. São Paulo: Abrapp, 2009.

_____. **Consolidado Estatístico 2010**. São Paulo: Abrapp, 2010.

_____. **Consolidado Estatístico 2011**. São Paulo: Abrapp, 2011.

_____. **Consolidado Estatístico 2012**. São Paulo: Abrapp, 2012.

_____. **Consolidado Estatístico 2013**. São Paulo: Abrapp, 2013.

_____. Visões de longo prazo: investimentos sustentáveis, em infraestrutura e private equity. *In*: CONGRESSO BRASILEIRO DE FUNDOS DE PENSÃO, 35., São Paulo, 2014.

_____. **Consolidado Estatístico 2014**. São Paulo: Abrapp, 2015.

BASTOS, H. G. **O papel dos fundos de pensão na formação de *funding* no Brasil**. 2015. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015.

BRASIL. Ministério da Previdência e Assistência Social. **Previdência Social**. Ano III, n. 5, jan./abr. Brasília: MPAS, 2013.

CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CORREA, V. P. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento**. 1995. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995.

COSTA, F. N. Financiamento interno de longo prazo. *In*: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Eds.). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2014.

DE CONTI, B. **Os fundos brasileiros de previdência complementar**: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. Rio de Janeiro: Ipea, 2016. (Texto para Discussão, n. 2175). No prelo.

FREITAS, M. C. P. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. *In*: CINTRA, M. A. M.; SILVA, E. B. (Orgs.). **Financiamento das corporações**. Brasília: Ipea, 2013.

FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Relatório anual de atividades 2004**. Brasília: Funcef, 2004.

_____. **Relatório anual de atividades 2005**. Brasília: Funcef, 2005.

_____. **Relatório anual de atividades 2006**. Brasília: Funcef, 2006.

_____. **Relatório anual de atividades 2007**. Brasília: Funcef, 2007.

_____. **Relatório anual de atividades 2008**. Brasília: Funcef, 2008.

_____. **Relatório anual de atividades 2009**. Brasília: Funcef, 2009.

_____. **Relatório anual de atividades 2010**. Brasília: Funcef, 2010.

_____. **Relatório anual de atividades 2011**. Brasília: Funcef, 2011.

_____. **Relatório anual de atividades 2012**. Brasília: Funcef, 2012.

_____. **Relatório anual de atividades 2013**. Brasília: Funcef, 2013.

_____. **Relatório anual de atividades 2013**. Brasília: Funcef, 2014.

KERR, L. S. **Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil: os fundos de previdência complementar**. Campinas: Unicamp, 2014.

LOPES, G. N. **Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os fundos de pensão brasileiros**. 2011. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

LOPREATO, F. L. C. Dívida pública: o limiar de mudanças? *In*: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Eds.). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2014.

PETROS – FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL. **Relatório anual Petros 2004**. Rio de Janeiro: PETROS, 2004.

_____. **Relatório anual Petros 2005**. Rio de Janeiro: Petros, 2005.

_____. **Relatório anual Petros 2006**. Rio de Janeiro: Petros, 2006.

_____. **Relatório anual Petros 2007**. Rio de Janeiro: Petros, 2007.

_____. **Relatório anual Petros 2008**. Rio de Janeiro: Petros, 2008.

_____. **Relatório anual Petros 2009**. Rio de Janeiro: Petros, 2009.

_____. **Relatório anual Petros 2010**. Rio de Janeiro: Petros, 2010.

_____. **Relatório anual Petros 2011**. Rio de Janeiro: Petros, 2011.

_____. **Relatório anual Petros 2012**. Rio de Janeiro: Petros, 2012.

_____. **Relatório anual Petros 2013**. Rio de Janeiro: Petros, 2013.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Relatório anual Previ 2004**. Rio de Janeiro: Previ, 2004.

_____. **Relatório anual Previ 2005**. Rio de Janeiro: Previ, 2005.

_____. **Relatório anual Previ 2006**. Rio de Janeiro: Previ, 2006.

_____. **Relatório anual Previ 2007**. Rio de Janeiro: Previ, 2007.

_____. **Relatório anual Previ 2008**. Rio de Janeiro: Previ, 2008.

_____. **Relatório anual Previ 2009**. Rio de Janeiro: Previ, 2009.

_____. **Relatório anual Previ 2010**. Rio de Janeiro: Previ, 2010.

_____. **Relatório anual Previ 2011**. Rio de Janeiro: Previ, 2011.

_____. **Relatório anual Previ 2012**. Rio de Janeiro: Previ, 2012.

_____. **Relatório anual Previ 2013**. Rio de Janeiro: Previ, 2013.

RAIMUNDO, L. C. **O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da infraestrutura urbana brasileira no século XXI**. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

ROCHA, M. A. M. **Grupos econômicos e capital financeiro: uma história recente do grande capital brasileiro**. 2013. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

SARTI, M. M. **Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil: os fundos abertos de previdência complementar**. Campinas: Unicamp, 2014.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Assessoria de Imprensa e Comunicação

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Everson da Silva Moura

Leonardo Moreira Vallejo

Revisão

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Reginaldo da Silva Domingos

Ana Clara Escórcio Xavier (estagiária)

Hislla Suellen Moreira Ramalho (estagiária)

Lilian de Lima Gonçalves (estagiária)

Lynda Luanne Almeida Duarte (estagiária)

Luiz Gustavo Campos de Araújo Souza (estagiário)

Paulo Ubiratan Araujo Sobrinho (estagiário)

Editoração

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Danilo Leite de Macedo Tavares

Herlyson da Silva Souza

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Capa

Leonardo Hideki Higa

*The manuscripts in languages other than Portuguese
published herein have not been proofread.*

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ISBN 978-85-7811-298-1



9 788578 112981 >

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO
**PLANEJAMENTO,
DESENVOLVIMENTO E GESTÃO**

