

FUNDOS DE INVESTIMENTOS E A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO PÓS-REAL

Ronaldo A. Arraes*

Sérgio Luiz C. de Oliveira**

Com a implantação do Plano Real em 1994, o cenário econômico brasileiro mudou estruturalmente, passando o sistema financeiro nacional a operar com margens reduzidas de rentabilidade, tendo ocorrido, além disso, a entrada de bancos internacionais, a eliminação dos ganhos inflacionários e o surgimento e a sofisticação de instrumentos financeiros. Nesse novo cenário surgiram novas demandas para o mercado financeiro, e foi a partir desse momento que a indústria de fundos de investimentos cresceu e consolidou-se, apresentando maior evolução e desenvolvimento. Administradora de um patrimônio superior a R\$ 700 bilhões (dezembro de 2005), equivalente a cerca de 40% do Produto Interno Bruto (PIB), essa indústria ganha cada vez mais importância na economia nacional, seja como instrumento de poupança, seja como mecanismo provedor de recursos para o setor produtivo e para o governo no financiamento e alongamento da dívida pública do país. Contextualizando-se a evolução da indústria dos fundos de investimentos ao longo do período 1994-2005, e a forma como esse tipo de investimento financeiro evoluiu e desenvolveu-se no mercado financeiro brasileiro, procurou-se analisar os impactos e as tendências desse segmento e sua importância para economia nacional, sobretudo no financiamento da dívida pública brasileira. Testes empíricos, através de uma modelagem econométrica, comprovaram que os fundos de investimentos são uma importante fonte provedora de recursos para financiamento e alongamento da dívida pública brasileira, bem como, simultaneamente, verificou-se que o crescimento dos fundos está atrelado ao crescimento da dívida.

1 INTRODUÇÃO

A economia mundial presencia hoje um período de transformações radicais, principalmente com a internacionalização ocorrida nas duas últimas décadas, o que produziu conseqüências extensivas às atividades políticas e sociais. No Brasil, o impacto da crescente globalização da economia é brutal para as empresas e setores nacionais. O país mantinha uma economia fechada, setores subsidiados, mercados monopolizados, parques tecnológicos defasados, e de repente suas empresas, para sobreviverem, tiveram de competir sem esses privilégios numa economia global.

Depois do Plano de Estabilização Econômica, traduzido no Plano Real, o sistema e o mercado financeiro, os quais exportavam tecnologia de mercado financeiro em contextos de inflação, agora procuram no exterior a experiência construída nas culturas da estabilidade e alteram radicalmente o estilo de atuação. Hoje, como nos diversos setores da economia, o setor financeiro depende, para sobreviver, da rapidez com que são interpretados os sinais do mercado, da flexibilidade com a

* Professor-Adjunto do Curso de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Ceará (Caen/UFC)

** Do Banco do Brasil.

qual se redefinem a cada momento seus rumos, da habilidade em responder ao mercado, em antecipar-se a suas expectativas, em surpreendê-lo.

No Brasil, o atual panorama do sistema financeiro brasileiro apresenta tendências que exigem o reposicionamento ora em implantação. Entre as principais medidas destacamos:

- redesenho do sistema financeiro brasileiro, com a fusão de bancos privados nacionais, privatização e liquidação de bancos estaduais;
- aceleração do processo de fusão e aquisições e crescimento da participação de bancos estrangeiros;
- acirramento da concorrência e redução de tarifas;
- intensificação da participação no mercado de concorrentes não-bancários;
- crescimento de automação bancária;
- uso de canais não convencionais de distribuição de produtos financeiros;
- crescimento dos mercados de previdência privada, fundos de investimentos, seguros, financiamento imobiliário, cartões e turismo; e
- crescimento da securitização de recebíveis e operações de crédito;

Nesse contexto, e com o país conseguindo finalmente reduzir os índices de inflação, o setor financeiro prosperou, sobretudo a indústria de fundos de investimentos. Os fundos mútuos de investimentos brasileiros são hoje um instrumento de poupança à disposição de parcela significativa da população. As vantagens de aplicar recursos por meio de fundos de investimentos são evidentes, lembrando ainda que o sucesso dessa modalidade deve-se ao fato de oferecer ao público a oportunidade de dispor da experiência de profissionais qualificados, acesso aos diversos mercados de ativos financeiros e custos compartilhados de forma condôminial (*REVISTA EXAME*, 1997/2005).

A indústria de fundos de investimento no Brasil administra aproximadamente R\$ 700 bilhões (dezembro de 2005), sendo a mais diversificada, sofisticada e competitiva entre os países emergentes. É possuidora de um grande leque de alternativa para os investidores, hoje com 54% de todos os ativos financeiros da economia brasileira (*REVISTA EXAME*, 1997/2005).

A estabilidade monetária foi o grande propulsor da indústria nesses últimos 11 anos, porque propiciou novas perspectivas de investimento para os brasileiros. No período pós-Plano Real, a indústria de fundos de investimento brasileira vem passando por profundas modificações. Em paralelo ao crescimento do volume administrado, novos produtos têm sido lançados, empresas de gestão independente têm sido criadas e operações financeiras que até então eram exclusividade

de tesourarias de bancos têm sido oferecidas aos investidores por meio de fundos diferenciados. O investidor comum, que até alguns anos atrás tinha de se contentar entre fundos convencionais de renda fixa ou de ações, hoje se vê diante de uma gama de produtos que lhe permite participar de operações estruturadas, com nomes e expressões técnicas, muitas vezes desconhecidas ou pouco esclarecedoras em seu significado. Ao mesmo tempo, a expectativa de queda na taxa de juros incentiva a diversificação de investimentos em uma cesta maior de produtos e estimula a busca por retornos mais expressivos (*site*: ANBID 2005).

Nos últimos anos, a indústria de fundos tem exercido um importantíssimo papel como financiadora da dívida pública interna. Hoje, quase 80% dos recursos dos fundos são destinados à compra de títulos públicos. Isto é importante devido à capitalização que o conceito de condomínio dos fundos permite, garantindo assim a capacidade de financiamento das contas públicas, sobretudo nos períodos de maior desequilíbrio macroeconômico. Nesses momentos, a relação risco/retorno fica bastante favorável aos títulos públicos, dado que a necessidade de financiamento do setor público cresce muito (tal fato ocorre, invariavelmente, em consequência da condução da política macroeconômica ou de uma fragilidade estrutural não resolvida, como, por exemplo, nas contas externas brasileiras, que nos torna vulneráveis também à conjuntura externa, ou melhor, ao nível de liquidez internacional).

O artigo está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. Na seção seguinte analisa-se a dívida pública e sua evolução e a política econômica do pós-Real; na terceira seção é apresentada a evolução dos fundos de investimento; na quarta seção discute-se o modelo empírico para verificação das hipóteses levantadas, e em seguida são feitas as considerações finais do trabalho.

2 DÍVIDA PÚBLICA E POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA PÓS-REAL

Nos últimos anos temos observado a escalada do crescimento da dívida pública interna brasileira, tanto em termos nominais quanto em termos do Produto Interno Bruto (PIB), o que acaba por forçar o governo a aumentar os gastos com o pagamento dos juros e, conseqüentemente, a elevar suas receitas via aumento da carga tributária, além de se obrigar a gerar um superávit primário elevado com o objetivo de, pelo menos, estabilizar a dívida como proporção do PIB. A elevada dívida pública interna brasileira é considerada por boa parte dos economistas a principal responsável pelo baixo crescimento econômico observado nos últimos 10 anos, por forçar o governo a reduzir os investimentos públicos em obras de infra-estrutura em função da necessidade de geração de altos e crescentes superávits primários como proporção do PIB.

Mais de 2/3 da dívida pública bruta correspondem a títulos públicos emitidos no mercado doméstico. Esses títulos, que constituem a dívida mobiliária interna, são colocados pelos três níveis de governo junto a bancos, fundos de investimentos, empresas e pessoas físicas. A maior parte da dívida mobiliária do setor público brasileiro é de emissão do governo federal. Os passivos mobiliários dos governos estaduais e municipais são hoje pouco relevantes. Em sua maior parte, eles foram transferidos à União com os acordos de renegociação que ocorreram a partir de 1997.

A Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) é relevante não somente pelo seu tamanho, mas também pela sua importância na rolagem da dívida pública. Essa rolagem é feita em leilões regulares e eventuais, constituindo um mercado aberto que já experimenta um grau avançado de consolidação do ponto de vista institucional. As regras e os calendários de rolagem da dívida pública são flexíveis e alterados conforme as circunstâncias. Tem sido comum a realização de um leilão semanal, regular, para rolagem das Letras do Tesouro Nacional (LTN) e Letra Financeira do Tesouro (LFT), que são os títulos federais com remuneração respectivamente prefixada e ligada à taxa Selic. A rolagem dos títulos atrelados à taxa de câmbio é geralmente feita quando vencem os lotes emitidos anteriormente, algumas vezes por mês, incluindo a oferta de *swaps* cambiais. Uma vez por mês é realizado um leilão de títulos ligados a índice de preço, as Notas do Tesouro Nacional – série C (NTN-C).

2.1 Evolução da dívida

A introdução da correção monetária dos títulos públicos, em 1964 (Lei 4.357/1964), marcou o início da evolução recente da dívida pública no Brasil. Antes disso, a legislação estabelecia que compromissos financeiros para o futuro só podiam ser fixados em moeda nacional, sendo expressamente vedada a adoção da chamada “cláusula ouro”, que indexasse valores contratados a seu equivalente em ouro ou em moeda estrangeira estável. Com o crescimento das taxas de inflação, essa restrição praticamente inviabilizava a existência de um mercado para títulos públicos, emitidos com valor nominal fixo. A importante inovação institucional adotada em 1964 suprimiu esse obstáculo e abriu ao governo a possibilidade de financiar seu déficit pela emissão de títulos, em lugar da emissão de moeda.

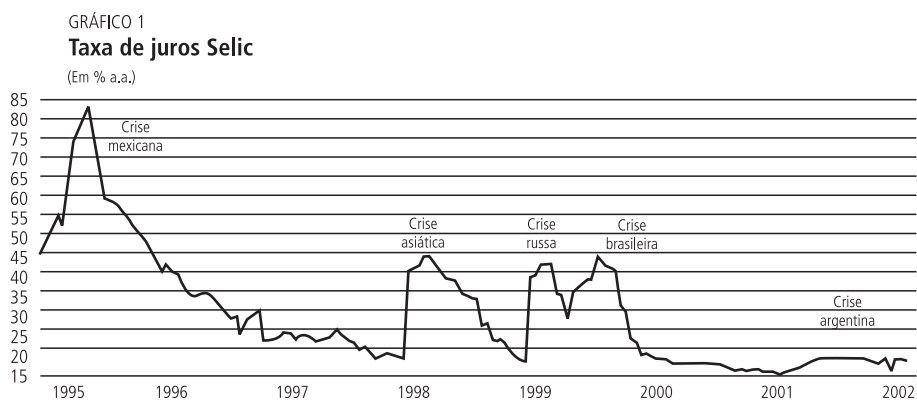
O desenvolvimento do mecanismo de operações de mercado aberto como forma de controle monetário, a partir do início da década de 1970, fez ampliar o mercado de títulos públicos. Ao mesmo tempo, estabelecia-se certa confusão entre a emissão de títulos como instrumento de política fiscal ou como instrumento de política monetária. De fato, o Banco Central do Brasil (BCB), quando comprava papéis do governo federal para execução de operações no mercado aberto, estava efetivamente financiando o déficit governamental; de outra parte, mesmo na ausência de déficits, a expansão de títulos em circulação se refletia num aumento

da dívida do Tesouro, especialmente na medida em que foi concedida ao BCB, pela Lei Complementar nº 12, de 1971, a faculdade de lançar títulos de responsabilidade do Tesouro.

A Constituinte de 1988 preocupou-se em fixar limites entre as ações de política fiscal e de política monetária ao estabelecer a proibição de que o BCB financiasse o Tesouro Nacional (artigo 164 da Constituição); várias outras medidas têm sido tomadas ao longo das últimas décadas com esse objetivo. Por outro lado, é claro que persiste uma interação entre essas duas áreas de política, senão por outro motivo, ao menos pelo efeito, sobre o déficit do Tesouro, de variações da taxa de juros determinadas pela política monetária, numa situação em que o peso do serviço da dívida no orçamento do governo seja significativo. Um aumento expressivo na taxa básica de juros pode, nesse caso, ser um obstáculo importante à consecução do equilíbrio fiscal, ou à obtenção de determinada meta de superávit nas contas públicas.

Déficit público – o regime fiscal vigente entre 1994 e 1998, que se caracterizou por um insuficiente controle fiscal no nível primário. O setor público chegou a apresentar déficits primários que em alguns momentos foram superiores a 1% do PIB.

Taxa de juros – no período entre 1994 e 1999 ocorreram elevações abruptas de taxas de juros, justificadas pela defesa do regime de câmbio administrado diante de choques externos freqüentes. A observação do gráfico 1, que apresenta a evolução da taxa de juros Selic no período, sugere que o padrão de comportamento da política monetária sofreu uma alteração marcante com a substituição do regime cambial administrado pelo flutuante no começo de 1999. Após 1999, os choques externos, como a crise Argentina, permitiram respostas mais brandas por parte da política monetária, com boa parte dos efeitos sendo transferida para a volatilidade da taxa de câmbio.



Fonte: BCB.

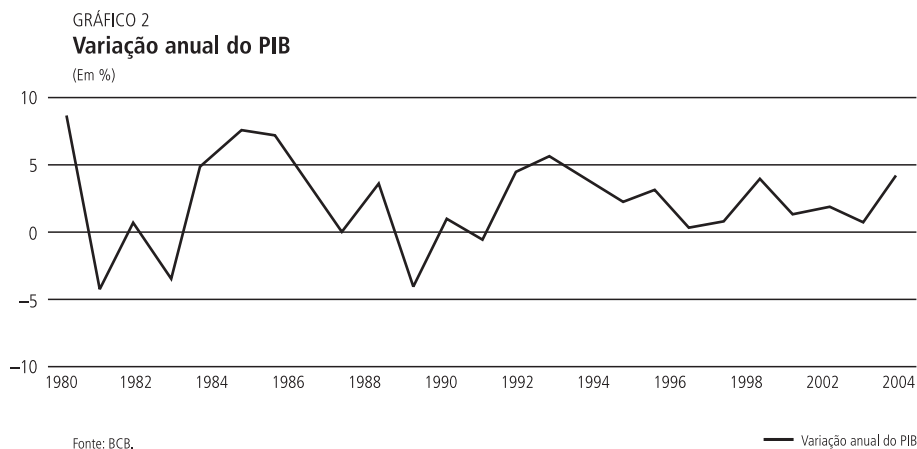
Taxa de câmbio – na medida em que parte da dívida interna é indexada à taxa de câmbio, a desvalorização cambial tem efeito relevante sobre a evolução temporal da Dívida Interna Líquida do Setor Público. Assim, a queda do valor externo do real após 1998, e novamente em 2002, impactou de forma significativa essa evolução.

Fatores não-repetitivos – considerando-se que a desvalorização cambial, observada a partir da flutuação do real, representa essencialmente um ajuste a uma nova situação, e não uma tendência, pode-se supor que o efeito observado nos últimos anos de variações da taxa de câmbio sobre o endividamento público não deve repetir-se no futuro próximo (a menos que haja ocorrências imprevistas no cenário internacional). O mesmo pode-se dizer quanto a outros fatores não-repetitivos de elevação da dívida, que foram importantes no período recente. Nos anos pós-Real, três elementos não-repetitivos tiveram impacto significativo no aumento do endividamento do governo federal:

- acordos de refinanciamento de estados e municípios;
- reconhecimento e contabilização de dívidas latentes (passivos contingentes); e
- programa de fortalecimento dos bancos federais.

2.2 Política econômica pós-Real

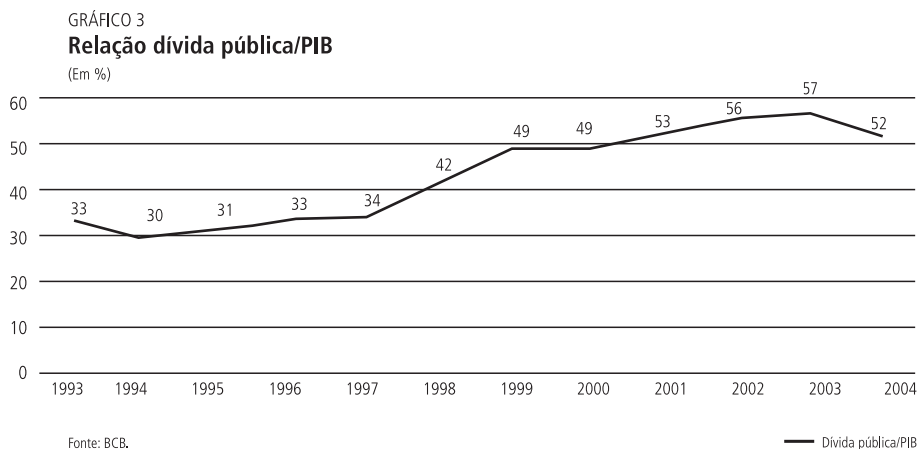
Fazendo-se uma análise a partir de meados da década de 1990, observamos que a rápida redução da inflação a partir da implementação do Plano Real não levou a um crescimento econômico mais alto em termos médios, como podemos observar no gráfico 2.



Se a estabilidade de preços permitiu um maior planejamento e previsibilidade dos negócios; por outro lado, a resistência do governo em equilibrar as finanças públicas a partir de um superávit primário compatível com a estabilidade da dívida/PIB trouxe graves conseqüências econômicas para o país devido ao drástico aumento da dívida, o que acabou comprometendo o futuro de uma geração inteira de brasileiros que não tiveram a oportunidade de ver crescer este país.

A falta de um superávit primário que equilibrasse as finanças públicas, em conjunto com a manutenção da taxa real de juros em patamares elevadíssimos, teve grande influência no crescimento da dívida/PIB a partir de 1995.

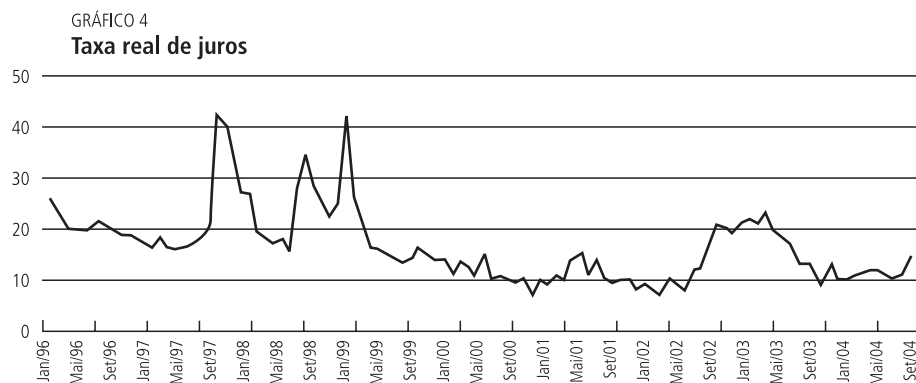
Na realidade o Plano Real marcou uma nova era na política macroeconômica brasileira. A partir de sua implantação a política macroeconômica redirecionou seu foco ao colocar o combate à inflação como meta principal. Esse combate se caracterizou por medidas de ajuste estrutural, notadamente a liberalização comercial, e por medidas conjunturais via elevadas taxas de juros e manutenção de uma taxa de câmbio semifixa e em patamar valorizado (pelo menos até janeiro de 1999). Após janeiro de 1999, o regime de câmbio se tornou flutuante e adotou-se o regime de metas para a inflação como âncora. Uma característica desse período foi a abrupta elevação da dívida do setor público, conforme gráfico 3.



Esse comportamento se deve, em grande parte, a três fatores principais:

- a) elevado pagamento de juros durante o período;
- b) os ajustes patrimoniais realizados durante os dois governos do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso e a reestruturação das dívidas com os estados; e
- c) prazo de vencimentos da dívida mobiliária que é extremamente curto e concentrado e que se torna uma ocasião para crises financeiras.

Os elevados pagamentos realizados devido à rolagem de dívida foram em sua maioria devidos à indexação de títulos da dívida pública à taxa Selic. Essa taxa é o principal mecanismo de combate à inflação utilizado pela administração federal, conforme ilustra o gráfico 4 denotando sua tendência em valores reais.



Fonte: BCB.

Uma tentativa de amenizar os impactos da taxa de juros sobre a dívida foi sua indexação à taxa de câmbio e manutenção desta em patamar valorizado. Tal estratégia se mostrou equivocada, pois o governo não conseguiu controlar a taxa de câmbio devido à liberalização financeira que promoveu.

A realização de ajustes patrimoniais se deveu à necessidade de reconhecer dívidas que não eram incorporadas ao passivo da federação. A incorporação de tal ajuste em certo grau é imprevisível dada, entre outros fatores, a falta de transparência no seu processo de reconhecimento.

O último item, referente à concentração de prazos da dívida pública, representa um enorme desafio para o Tesouro brasileiro. Existem dois motivos para a concentrada distribuição dos prazos da dívida pública: a fragilidade das contas públicas e as expectativas em relação à inflação. Entretanto, essas condições não mais vigoram para a economia brasileira e, não obstante, esse frágil arranjo se mantém parcialmente intacto.

Assim, desses três fatores que contribuíram para a ascensão da relação dívida/PIB, o governo pode diretamente atuar (ainda que de forma limitada) sobre a estrutura de indexação, pois os ajustes patrimoniais possuem baixa previsibilidade e a concentração dos vencimentos depende de um fator que não é passível de controle, no caso da preferência pela liquidez dos agentes privados.

A necessidade de se alterar a estrutura de vencimentos e da escolha do melhor indexador para os títulos públicos representa o problema de administração

macroeconômica. A dívida pública mobiliária é o principal componente da dívida líquida do setor público e representa o componente passível de projeção, com maior grau de confiabilidade. Além disso, o governo tem ao seu dispor alguns instrumentos de curto prazo para administrá-la (taxa de juros, taxa de câmbio, superávit primário).

A dívida pública elevou-se significativamente nos últimos 10 anos: de 29,2% do PIB em dezembro de 1994 para quase 60% em 2003. Parte dessa elevação deve-se à reforma monetária de julho de 1994, que acabou com a inflação, mas gerou a formação de altos déficits nas contas públicas, ou seja, um desequilíbrio entre receitas e despesas, uma vez que, em geral, as receitas eram indexadas a índices de preços e os gastos do governo não eram. Portanto, a inflação, por si só, gerava ganhos financeiros ao governo e, com o fim dela, os superávits fiscais primários de antes de 1994 rapidamente se transformaram em déficits. Outra fonte de elevação, além dos déficits, foi o reconhecimento dos esqueletos fiscais, de quase 10% do PIB. Finalmente, o controle de inflação foi garantido também por altas taxas de juros reais (uma média de 10% a 20%), aumentando as despesas financeiras do governo.

3 EVOLUÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

O projeto de desenvolvimento econômico nacional que nasceu em 1930 chegou ao ápice no o final da década de 1950, quando em 1957 foi criado o primeiro fundo de investimento, no bojo da euforia desenvolvimentista que marcou o início do governo de Juscelino Kubitschek. Não foi uma coincidência histórica. O Fundo Crescinco, como era chamado, nasceu porque seus administradores enxergaram no Brasil oportunidades semelhantes àquelas que administradores holandeses, ingleses e franceses viram no fim do século XIX: grandes projetos que necessitavam de financiamento. O Crescinco era um fundo de ações e um instrumento valioso naquele momento para captar recursos privados para a industrialização nacional.

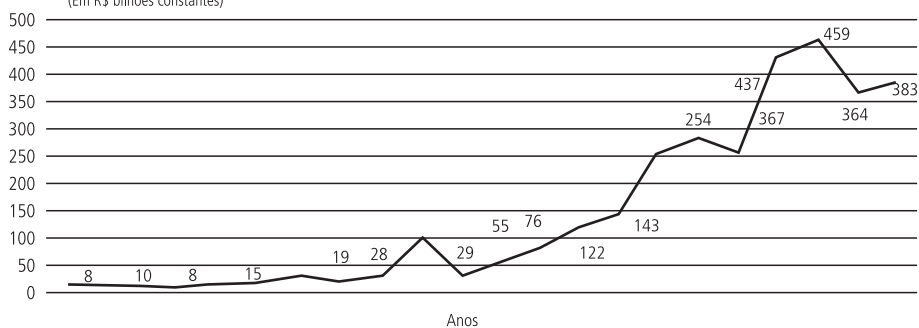
Com o Plano Real, a indústria de fundos passou por significativas transformações tanto em sua segmentação quanto nos perfis das carteiras. O cenário de estabilidade econômica contribuiu para a mudança de atitude dos investidores, que passaram a direcionar, de forma mais objetiva, seus recursos para aplicações adequadas a suas expectativas de risco/retorno, e não buscando apenas proteção de perdas inflacionárias.

Em 1995 a reforma da indústria trouxe a liberação das carteiras, a contabilização diária a valor de mercado, a terceirização da administração da carteira, além de possibilitar mais opções aos investidores e maior flexibilização dos portfólios. A descoberta de novos nichos exigiu maior grau de especialização, obrigando as instituições a modernizar suas estruturas investindo em tecnologia e recursos

humanos. O ano de 1997 revelou-se um período de intensas modificações para a indústria de fundos. Com os efeitos da incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), iniciou-se uma aceleração no crescimento da indústria e uma alteração em seu perfil, com os fundos de curto prazo detendo uma pequena parcela do patrimônio da indústria e os fundos de renda fixa com a maior fatia. A cobrança do imposto sobre o cheque levou os investidores aos fundos, porque neles o investidor só paga o imposto na primeira aplicação, ao contrário de outros produtos em que o imposto é pago a cada reaplicação. No final de 1997 e início de 1998, o Conselho Monetário Nacional (CMN) baixou normas regulamentando a segregação das atividades de *asset management* das demais atividades das instituições.

GRÁFICO 5
Brasil: evolução cronológica dos fundos

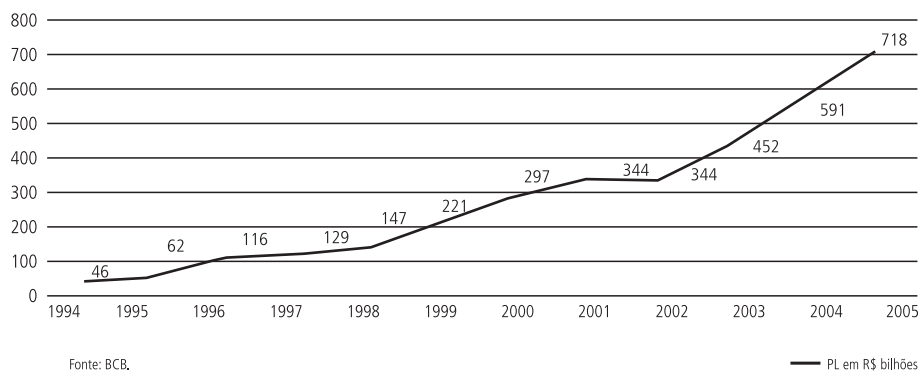
(Em R\$ bilhões constantes)



Fonte: Anbid (2003).

GRÁFICO 6
Evolução da indústria de fundos PL – 1994-2005

(Em R\$ bilhões)



Fonte: BCB.

— PL em R\$ bilhões

TABELA 1
Evolução dos fundos no Brasil

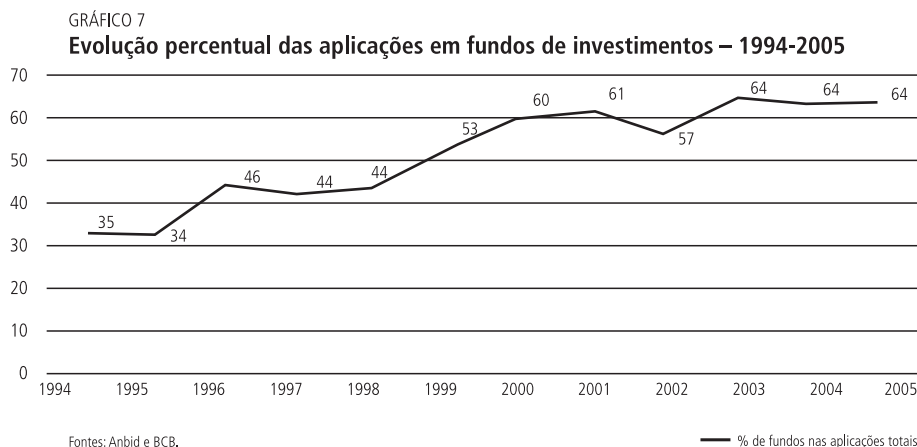
Ano	Volume	Descrição
1957	8	Criação do primeiro fundo de investimento do Brasil
1967	10	Criação da Anbid e dos Fundos 157
1976	8	Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
1984	15	Criação dos fundos de renda fixa
1986	19	Plano Cruzado; criação dos fundos de curto prazo e fundos de capital estrangeiro
1987	28	Regulamentação dos fundos de renda fixa; CVM passa a regular os fundos de ações; criação dos anexos I, II e III
1990	29	Plano Collor
1991	55	Criação do Fundo de Aplicação Financeira (FAF), Fundo de Aplicação em Cotas (FAC) de FAF e fundos DI
1992	76	Criação de fundos <i>commodities</i> , Fundo de Investimento em Ações (FIA) e FIA-CL
1994	122	Plano Real
1995	143	Criação do Fundo de Investimento Financeiro (FIF) e FAQ; desregulamentação da indústria
1999	367	Criação dos Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FIFVM); resgate do FIF e FAQ a qualquer tempo com rendimento
2000	437	Criação dos fundos referenciados
2001	459	Criação dos fundos de recebíveis
2002	364	Marcação a mercado
Março de 2003	383	

Fonte: Anbid (2003).

Na década de 1990 observa-se a preponderância da renda fixa, apesar do crescimento percentual da renda variável no período 1996-1997. Em 1999 o setor ganhou novo ânimo, quando foram adotadas mudanças importantes na legislação relativas aos fundos. A principal atendeu a uma antiga reivindicação, permitindo que os administradores passassem a oferecer liquidez diária nos fundos. Em 1994, em um universo de ativos financeiros compostos por Certificado de Depósito Bancário (CDB), poupança e fundos de investimentos, esse último grupo representava cerca de 30% do total do mercado. No final de 1999, o patrimônio dos fundos já liderava essa composição, seguido da poupança e dos CDBs. A indústria já liderava a preferência nacional das aplicações financeiras consolidando-se como o principal instrumento de captação da poupança nacional.

Após as incertezas que marcaram todo o ano de 1999, que se iniciou com a maxidesvalorização cambial e o jogo de especulações, tanto no cenário econômico quanto no político, a indústria de fundos de investimento assistiu, em 2000, ao aumento da demanda dos investidores por produtos com um grau maior de risco. Naquele ano, quando o Ibovespa subiu 151,93% (posição acumulada de dezembro de 1999), proporcionando ganhos excepcionais aos fundos de ações e particularmente aos fundos do tipo carteira livre, ao mesmo tempo em que as aplicações atreladas aos juros começaram a perder terreno, o investidor aprendeu

a importância de levar a sério a qualidade do administrador de recursos e, sem correr riscos excessivos, passou a creditar em opções um pouco mais agressivas de investimento.



Em 2002, com a obrigatoriedade determinada pelo BCB e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no mês de maio, para a marcação a mercado dos títulos que compõem a carteira dos fundos de investimento, ocorreu uma queda significativa do patrimônio desse segmento de mercado. Várias foram as ações tomadas pelas instituições financeiras para reverter o quadro, que ainda se encontra em situação de variação negativa quanto à captação líquida de recursos, conforme registrado pela Anbid. Os meses de junho e julho de 2002 registraram captação líquida negativa de R\$ 24 bilhões e R\$ 18 bilhões, respectivamente. Já nos meses de agosto e setembro, ocorreu uma diminuição quanto à captação líquida negativa dos fundos, apresentando valores de R\$ 11 bilhões e R\$ 8 bilhões, respectivamente. A CVM passa a ser responsável por normatizar e supervisionar o mercado de fundos de investimento.

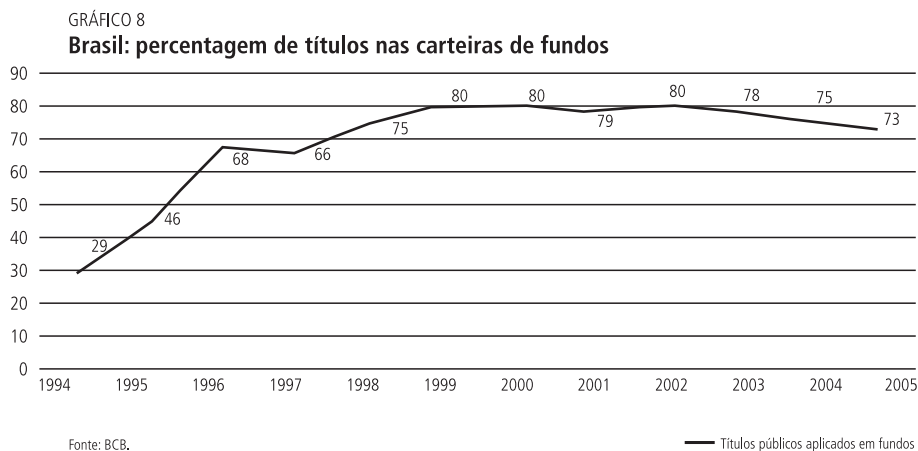
O evento da marcação a mercado criou certa desconfiança no investidor, mas o segmento continuou com um crescimento forte nos anos de 2003 e 2004. A CVM edita a Instrução 409 em agosto de 2004. As novas regras estabelecem, entre outras mudanças, que: os fundos sejam agrupados em sete classes. Todos os fundos passam a ter políticas mensais de divulgação. Fundos de curto prazo, referenciados e de renda fixa, não terão taxa de performance. Registro automático para criar um fundo, via internet, será feito na página da CVM.

Apesar da forte expansão, o patrimônio dos fundos no Brasil ainda equivale a 42,0 % do PIB, o que não é muito, comparado à gigantesca indústria de fundos de investimento dos Estados Unidos, cujo patrimônio se aproxima dos 70% do

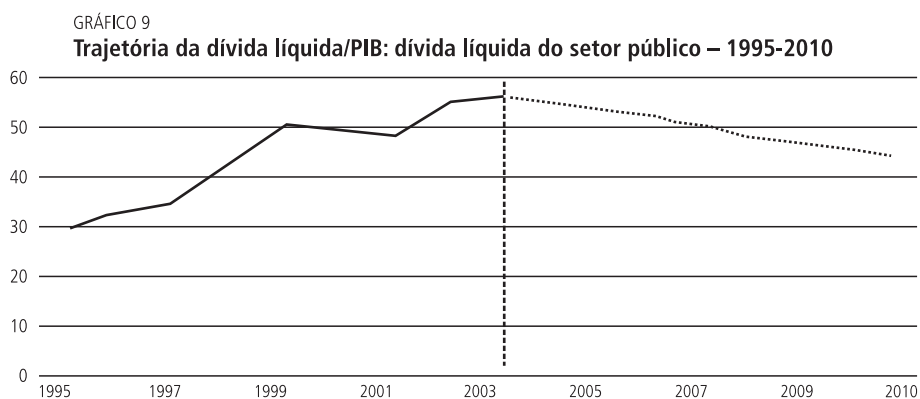
PIB. Ou seja, mantidas as condições favoráveis do mercado e consolidada a estabilidade econômica, há um significativo potencial de crescimento. A percepção dos especialistas é de que, além das mudanças na legislação, o próprio mercado – administradores e investidores – tende a desenvolver mecanismos mais eficazes de gestão, aumentar a transparência nas informações sobre a composição das carteiras, suavizar as normas excessivamente restritivas, clarificar a tipificação dos riscos e adotar instrumentos de auto-regulação (FRAUZINO CARDIN, 2002).

Não há dúvida de que a estabilidade monetária foi o grande propulsor da indústria nesses últimos 10 anos, porque propiciou novas perspectivas de investimento para os brasileiros. Estes sempre foram vistos como possuidores de uma paixão atávica por cadernetas de poupança. Os últimos 10 anos de estabilidade monetária mostraram que essa preferência era resultado da total falta de parâmetro para comparações. Antes os investidores só conseguiam enxergar o curto prazo, que já era sombrio, anestesiando-se com a rentabilidade nominal (sem descontar a taxa de inflação) das aplicações. Sua ilusão financeira era alimentada por números que chegaram a ser assustadoramente altos.

Nos últimos anos, nossa eficiente indústria tem exercido um importantíssimo papel como financiadora da dívida pública interna. Hoje, cerca 80% dos recursos dos fundos são destinados à compra de títulos públicos. Isto é importante devido à capitalização que o conceito de condomínio dos fundos permite, garantindo assim a capacidade de financiamento das contas públicas, sobretudo, nos períodos de maior desequilíbrio macroeconômico. Nesses momentos, a relação risco/retorno fica bastante favorável aos títulos públicos, dado que a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) cresce muito, o que ocorre em razão da condução da política macroeconômica. Observe no gráfico 8 o percentual de títulos públicos nas carteiras dos fundos.



Isso é possível através da redução dívida/PIB, que já esteve em 57%, hoje está na casa de 51% e as projeções oficiais apontam para 40% em 2011, conforme gráfico 8. Logo, quando as NFSPs forem reduzidas, os gestores de recursos, que têm por missão maximizar o retorno e minimizar os riscos em nome de seus mandatários, tenderão a direcionar esses recursos para outros ativos. Nesse cenário, poderá haver ampliação do mercado de capitais e expansão do crédito.



Fonte: BCB. Projeção: BCB.

3.1 Tendências do segmento

A economia no Brasil está em fase de transformações. Os mercados financeiros e de capitais procuram ajustar-se às novas mudanças que estão ocorrendo, tanto no âmbito interno quanto no externo. Uma mudança na economia, principalmente no que tange às expectativas das taxas de juros e de inflação, gera um efeito diferente na demanda por cada tipo de ativo e, em conseqüência, afeta de maneira diversa a composição desejada da carteira de investimentos. O crescimento da renda real apresenta também um efeito similar. Não existem dúvidas de que a estrutura do mercado afeta e interage, de forma significativa, no processo de desenvolvimento. Para ocorrer a alavancagem da economia nacional, faz-se necessário um incentivo ainda maior à poupança, a fim de que, através dos recursos captados, os investimentos cresçam, gerando incremento na economia com o aumento da capacidade produtiva, novos empregos, maiores salários e, conseqüentemente, mais poupança.

A estabilização da economia no Brasil impulsionou o mercado de fundos. Para continuar o ritmo de crescimento, os administradores terão de atrair novos investidores com maior oferta de produtos customizados que atendam os diversos perfis de clientes, além de mais transparência. Não são poucos os desafios a serem superados para consolidar definitivamente esse mercado tanto no Brasil quanto

na América Latina, pois os números da indústria brasileira de fundos de investimento consolidam o Brasil entre os 10 maiores do mundo nesse mercado e líder na América Latina. O tamanho impressiona, mas falta sofisticação ao mercado brasileiro. Até porque o investidor, acostumado aos juros altos pagos pelo governo, ainda não solicita produtos diferenciados.

O crescimento da importância dos fundos de investimento ao longo dos últimos anos é comprovado pelo aumento do montante de recursos destinados a essas aplicações. Dada a sua importância na economia como um todo e no mercado financeiro e de capitais em particular, esse segmento deve ser preservado e desenvolvido.

Devido à experiência adquirida e à estrutura da indústria de fundos, o Brasil dispõe de um significativo aparato de suporte a crises que colabora decisivamente com a socialização dos riscos e retornos dos detentores de poupança financeira. Quando a realidade se tornar perceptivelmente oposta, a relação risco/retorno da atividade produtiva será ampliada e os gestores de parte expressiva da poupança financeira doméstica (e também da externa) alocarão os recursos em papéis voltados para o investimento privado e o consumo.

Mas, como essa realidade pode ser transformada? Primeiro é necessário que analisemos alguns pressupostos. Inexiste perspectiva para o desenvolvimento sustentado ao longo do tempo sem estabilidade macroeconômica. O equilíbrio estável da macroeconomia pressupõe constante política de combate à inflação em seus aspectos monetário, fiscal, estrutural, inercial e de expectativas.

No decorrer do tempo, e em função do comportamento dinâmico do processo inflacionário, essas políticas de combate à inflação vão adquirindo pesos distintos. A distribuição hierárquica de cada uma delas se altera, em razão do tamanho e do perfil das dívidas públicas e privada, interna e externa, e também da conjuntura econômica nacional e internacional. Uma boa condução da política macroeconômica pressupõe também mudanças nos pesos desses aspectos, conjugada a políticas de distribuição de renda, de expansão da produção, de ampliação do emprego, da renda e conseqüentemente da capacidade de gasto das pessoas, empresas e do próprio governo.

A partir do momento em que os agentes econômicos perceberem a possibilidade de sair de uma situação de aceleração inflacionária forte em um curto período de tempo, como a vivenciada no passado recente, em que o equilíbrio macroeconômico foi alcançado e se manterá ao longo do tempo, há condições para alterações na condução da política econômica. Ou seja, as decisões de investimentos podem ser tomadas e o espaço para um período de crescimento econômico sustentado poderá ser criado.

A qualidade na coordenação desse processo, associada à sensibilidade e à percepção do justo momento para alteração desses pesos, é que pode diferenciar um crescimento econômico de curto prazo de um período de desenvolvimento econômico sustentável ao longo do tempo. Este aumenta de maneira definitiva a capacidade de produzir, faz crescer a produtividade, torna a economia mais competitiva (com reais possibilidades de ser financiada, dado que o nível de risco diminui), eleva a confiança, abrindo assim espaço para ampliação da renda e do emprego.

Esse desejado estágio se dá, necessariamente, de modo gradual, com a redução nas desigualdades sociais, a melhora na estabilidade institucional, a capacidade de consumo, a ampliação do mercado e a oportunidade para gerar e acumular riqueza. É imperativo por parte da sociedade, através da ação do governo, a elaboração de uma política industrial, agrícola e de comércio que indique de maneira deliberada os setores a serem apoiados e os meios utilizados para fazê-la.

4 MODELO EMPÍRICO

A partir de uma série de dados originária do BCB, buscou-se estimar um modelo econométrico baseado em um sistema de equações para confirmação das questões centrais aqui postas, cuja formulação é dada por:

$$Y_{1,t} = \beta_{1,2}Y_{2,t} + \beta_{1,3}Y_{3,t} + \alpha_{1,0} + \alpha_{1,1}X_{1,t} + \alpha_{1,2}X_{2,t} + \alpha_{1,4}X_{4,t} + \alpha_{1,6}X_{6,t} + \alpha_{1,7}X_{7,t} + \alpha_{1,8}X_{8,t} + \varepsilon_t$$

$$Y_{2,t} = \beta_{2,1}Y_{1,t} + \beta_{2,3}Y_{3,t} + \alpha_{2,0} + \alpha_{2,2}X_{2,t} + \alpha_{2,3}X_{3,t} + \alpha_{2,4}X_{4,t} + \alpha_{2,6}X_{6,t} + \alpha_{2,7}X_{7,t} + \alpha_{2,8}X_{8,t} + \mu_t$$

$$Y_{3,t} = \beta_{3,1}Y_{1,t} + \beta_{3,2}Y_{2,t} + \alpha_{3,0} + \alpha_{3,1}X_{1,t} + \alpha_{3,2}X_{2,t} + \alpha_{3,3}X_{3,t} + \alpha_{3,5}X_{5,t} + \alpha_{3,6}X_{6,t} + \alpha_{3,7}X_{7,t} + \alpha_{3,9}X_{9,t} + \eta_t$$

Variáveis endógenas:

Y_1 : DLSP – em R\$ milhões – total – setor público consolidado;

Y_2 : montante de fundos – várias séries – em R\$ milhões;

Y_3 : montante de títulos públicos nas carteiras dos fundos – em R\$ milhões;

Variáveis predeterminadas:

X_1 : PIB mensal (a partir do percentual da DLSP – em R\$ milhões);

X_2 : montante de poupança – em R\$ milhões;

X_3 : montante de depósitos a prazo – em R\$ milhões;

X_4 : total do PL dos fundos/PIB em % mensal;

X_5 : montante das aplicações em fundos/aplicações totais – em R\$ milhões;

X_6 : taxa de juros Selic acumulada no mês;

X_7 : rentabilidade dos fundos de investimentos – FIF renda fixa – média mensal;

X_8 : *dummy* para quebra estrutural em janeiro de 1999 (aceleração de regime monetário);

X_9 : Índice Geral de Preços (IGP) (deflator);

$\varepsilon_t, \mu_t, \eta_t$: erros aleatórios.

A composição da amostra utilizada de séries temporais é composta de 133 observações, período de novembro de 1994 a novembro de 2005. Todas as variáveis foram deflacionadas tendo como período-base agosto de 1994.

Na estimação do sistema de equações foi utilizado o estimador da matriz de variância e co-variância de Newey e West (1987), cujas estimativas são consistentes com a presença de heterocedasticidade e autocorrelação de formas desconhecidas. Os dados apresentaram uma quebra estrutural, observada a partir de janeiro de 1999, início da crise cambial brasileira, e princípio de troca de regime monetário para metas de inflação. Para captar essa mudança utilizou-se uma variável *dummy*.

De acordo com os resultados das estimações das equações do sistema apresentado na tabela 1, verifica-se que os coeficientes de determinação (R^2) dessas equações são bastante altos, indicando um bom ajustamento para explicação dos fenômenos endógenos.

A variável X_6 taxa de juros Selic apresentou coeficiente negativo em todas as equações, indicando relação inversa entre as três variáveis dependentes, fato que justifica-se observando o comportamento gráfico, inverso ao crescimento da dívida. Esta, apesar da redução da taxa Selic no período, 2000-2005, em relação ao período anterior, 1994-1999, continuou a crescer, chegando ao ápice em relação ao PIB no princípio de 2003 (57,3%), e parte do seu crescimento deveu-se a outros fatores, tais como: déficits primário na contas governamentais nos primeiros anos do Plano Real, reconhecimento de dívidas, elevados pagamentos do serviço da dívida, e refinanciamento de estados e municípios, fazendo crescer significativamente o montante da dívida pública.

A ocorrência simultânea nas equações de variáveis dependentes Y_2 (montante de fundos) e Y_1 : (DLSP) com correspondente significância e positividade dos coeficientes das variáveis explicativas Y_3 (montante de títulos públicos nas carteiras dos fundos) e X_7 (rentabilidade dos fundos de investimentos – FIF renda fixa) apresentando relação direta e a simultaneidade da outra equação que possui como variável dependente Y_3 (montante de títulos públicos nas carteiras dos fundos) com

correspondente significância e positividade das variáveis explicativas Y_2 (montante de fundos) e Y_1 (DLSP), confirmam uma das hipóteses do trabalho, a de que os fundos de investimentos são uma importante fonte provedora de recursos para financiamento e alongamento da dívida pública brasileira, e que o crescimento dos fundos, no período 1994-2004, está atrelado ao crescimento da dívida.

A elevada participação de títulos públicos nas carteiras dos fundos, a rentabilidade dos fundos de renda fixa bem superiores às demais aplicações no período, principalmente pelas elevadas taxas reais de juros e pela composição das carteiras de baixo risco (títulos públicos), confirmam, além da relação direta com o montante da dívida, o interesse da população em geral pelos fundos de investimentos. Isso ocorre a ponto de serem eles atualmente a principal forma de aplicação financeira dos brasileiros, confirmando outra das hipóteses deste trabalho segundo a qual os fundos de investimentos são instrumentos de poupança para a população, além de provedores de recursos para o setor produtivo, exercendo papel preponderante na política monetária brasileira.

Para a equação do montante de fundos (Y_2), a variável montante de depósitos a prazo (X_3) mostrou-se não-significativa. As variáveis dívida pública (Y_1), total do PL dos fundos/PIB (X_4) e taxa de juros Selic (X_6) apresentaram coeficientes negativos. Os resultados importantes dessa equação são: rentabilidade dos fundos de investimentos financeiros de renda fixa (X_7), e montante de títulos públicos nas carteiras dos fundos (Y_3), indicando uma relação positiva entre a rentabilidade dos fundos de investimentos, a quantidade de papéis (títulos públicos) nas carteiras dos fundos e o crescimento do montante de fundos.

Na equação estimada para o montante de títulos públicos nas carteiras dos fundos de investimentos (Y_3), as variáveis PIB (X_1), rentabilidade dos fundos de investimento de renda fixa (X_7), e a taxa de juros Selic (X_6) mostraram-se não significativas.

A variável X_5 (montante das aplicações em fundos nas aplicações totais) apresentou coeficiente negativo e não significância, indicando uma relação inversa entre essa variável e o montante de títulos públicos nas carteiras dos fundos. Tal fato pode ser confirmado pela observação de outros fatores na relação, que não o montante de títulos, tais como: crescimento pela migração de recursos entre as diversas aplicações (fundos, poupança e depósitos a prazo), e vice-versa. Fato confirmado na marcação a mercado ocorrida nos fundos (maio de 2002), quando eles perderam recursos acima R\$ 60 bilhões em pouco mais de três meses, para outras aplicações. Os resultados importantes dessa equação são:

a) O coeficiente estimado da dívida pública (Y_1), indicando que quanto maior for a dívida pública maior será a necessidade do governo de financiá-la através do lançamento de títulos públicos nas carteiras dos fundos de investimento.

TABELA 2
Estimativas do modelo

Variáveis explicativas	Equações		
	Y_1	Y_2	Y_3
C	134229.2	104974.2	45326.96
Y_1		-0.645242 (0.0149)	0.106385 (0.0000)
Y_2	-1.798646 (0.0002)		0.820954 (0.0000)
Y_3	3.141189 (0.0000)	1.695657 (0.0000)	
X_1	0.055316 (0.6926)		0.022941 (0.3953)
X_2	1.805330 (0.0000)	1.271398 (0.0436)	-0.228534 (0.06390)
X_3		0.061635 (0.8215)	-0.383469 (0.0002)
X_4	-9874.413 (0.0000)	-5586.779 (0.0112)	
X_5			-783.5892 (0.1210)
X_6	-16258.59 (0.1282)	-15958.16 (0.0363)	-3328.388 (0.2587)
X_7	22376.44 (0.0011)	12438.51 (0.0014)	-5145.230 (0.0005)
X_8	42201.23 (0.0000)	32881.39 (0.0416)	
X_9			-15122.59 (0.0052)
R ²	0.958672	0.970622	0.995295
F	358.7993 (0,0000)	525.4090 (0,0000)	2885.562 (0,0000)

Nota: Valor-p entre parênteses.

b) O coeficiente estimado do montante de fundos (Y_2) confirmando a relação direta e positiva do crescimento do montante de títulos nas carteiras e o crescimento dos fundos.

c) Por outro lado, quanto maior o montante de poupança (X_2) e depósitos a prazo (X_3), menor será a demanda por títulos públicos, justificando-se a concorrência entre essas modalidades de aplicações financeiras com os fundos de investimentos.

Em relação à equação estimada da dívida pública, as variáveis PIB (X_1) e taxa de juros Selic (X_6) mostraram-se não-significativas. Outras variáveis apresentaram

coeficientes negativos, montante de fundos (Y_2) e do total do PL dos fundos em relação ao PIB (X_4). Os resultados importantes dessa equação são:

a) O coeficiente estimado e a significância do montante de títulos públicos nas carteiras dos fundos (Y_3) confirmando a relação direta e positiva do crescimento do montante de títulos nas carteiras e o crescimento da DLSP.

b) A rentabilidade dos fundos de investimentos de renda fixa (X_7) também possui relação com o aumento da dívida pública, pela própria relação com a composição das carteiras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O período compreendido por este trabalho caracterizou-se pela ocorrência de importantes mudanças na economia que concorreram para o crescimento da indústria de fundos de investimentos no Brasil, ao ponto de essa modalidade de investimento financeiro tornar-se, desde o final de 1999, a principal, e hoje a mais popular, do sistema financeiro. Foram abordados assuntos referentes à economia e ao sistema financeiro nacional correlacionando-os com o mercado de fundos, objetivando embasar o desenvolvimento e a confirmação das hipóteses do trabalho. Após contextualização histórica do papel dos fundos de investimento e sua dimensão no Brasil e no mundo, analisou-se o segmento em seus aspectos estruturais e operacionais, bem como suas tendências.

A política econômica adotada nos últimos 11 anos, sobretudo a monetária, com a adoção dos regimes de metas cambiais (1994-1999), e em seguida as metas de inflação (1999-2005), ambos mantidos com elevadas taxas reais de juros, além do reconhecimento de dívidas “esqueleto”, o refinanciamento dos estados, municípios e empresas estatais, e do saneamento do sistema financeiro, através do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), Projeto de Ensino Fundamental de Jovens e Adultos (Proef) e Programa de Apoio à Infra-Estrutura Econômica e Social (Proes), contribuíram para acarretar o crescimento da dívida pública brasileira. Com isso, beneficiou-se a performance de rentabilidade dos fundos, pela elevada carga de títulos públicos indexados à Selic na composição das carteiras, sobretudo na de renda fixa. No âmbito internacional, as crises mexicana (1995), asiática (1997), russa (1998), brasileira (1999) e argentina (2002) forçaram o país a elevar significativamente as taxas de juros, também beneficiando a rentabilidade da indústria de fundos.

A estabilidade monetária proporcionada pelo real, a reestruturação e a sofisticação do sistema financeiro, as sucessivas regulamentações e transformações dos fundos, aliadas a uma legislação moderna, elevaram nossa indústria de fundos a um patamar de modernidade comparável somente àquelas de países desenvolvidos.

A própria criação da CPMF levou uma gama de investidores, principalmente oriundos da poupança e de depósitos a prazo, a migrarem seus recursos para os fundos.

A indústria de fundos, atualmente, tem-se mostrado bastante criativa, oferecendo alternativas de aplicação que ponderam aplicações tradicionais com outras mais agressivas, normalmente envolvendo derivativos. Estes, como o nome indica, derivam de mercados principais e envolvem instrumentos financeiros diversos – opções e futuros – que, combinados, apresentam características de renda fixa com o objetivo de se obterem maiores rendimentos que as aplicações tradicionais, evidentemente com riscos maiores. Para continuar crescendo, os fundos precisam diversificar ainda mais suas composições, expor com mais transparência os seus riscos e o retorno do produto, acatando as normas determinadas pelas instituições reguladoras, além de uma melhoria na qualidade da gestão. Esses são os principais temas que desafiam os administradores de fundos de investimento.

Os resultados observados pelos modelos econométricos, ratificados pelas propostas empíricas e referenciais ao longo do trabalho, confirmam as suas duas hipóteses centrais, quais sejam: os s fundos de investimentos se caracterizam como uma importante fonte provedora de recursos para financiamento e alongamento da dívida pública brasileira, exercendo papel preponderante na política econômica, sobretudo na política monetária brasileira; e se caracterizam pela absorção de grande parte dos títulos públicos na composição de suas carteiras, e o seu crescimento, no período em análise, está atrelado parcialmente ao crescimento da dívida, além de serem eles um instrumento de poupança para a população e provedores de recursos para o setor produtivo de nossa economia.

Pela importância da indústria de fundos de investimentos no mercado financeiro nacional, com cerca de 60% do montante do volume captado, e para a própria economia do país como grande captadora dos títulos públicos, quase 50% do total da dívida pública, os fundos exercem papel importante no financiamento e no alongamento da dívida pública interna. A própria indústria pode ser a catalisadora e propulsora do desenvolvimento econômico do país, captando e direcionando recursos para o financiamento do setor produtivo da economia, a partir de uma eventual redução da relação dívida/PIB, da sofisticação e do crescimento do nosso mercado financeiro, principalmente de capitais e crédito.

REFERÊNCIAS

- ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento. CONGRESSO ANBID DE FUNDOS, 3. 2005, São Paulo.
- ASSAF NETO, A. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2003.
- BANAS, G. *Globalização: a vez do Brasil?* Makron Books do Brasil, 1996.
- BARCINSKI, A. *Risco de taxa de juros e a dívida pública federal no Brasil no pós-Real*. 22º Prêmio BNDES de Economia, 1999 (2º lugar).

BARROS, L. C. M. de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, ago. 1993.

BAUMANN, R. (Org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

BCB. Banco Central do Brasil. *Evolução do sistema financeiro nacional*. Brasília, 1998 (Relatório semestral, n. 12).

BIONDI, A. *O Brasil privatizado II*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2005.

BODIE, Z. *Fundamentos de investimento*. 3ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

CONJUNTURA ECONÔMICA, diversas edições.

COSTA, A. F. G. da. *Guia para elaboração de relatórios de pesquisa* Rio de Janeiro: Unitec, 1993. (Monografia).

COSTA, F. N. da. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron Books, 1999.

COSTA, F. N. da; SILVA, S. *Reflexões sobre o financiamento na economia Brasileira*. Campinas: Unicamp/IE, abr. 2002 (Texto para Discussão, n. 109).

CRUZ, P. R. D. Notas sobre o financiamento da economia brasileira do pós-guerra. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez. 1994.

DE MENDONÇA, H. F. Dívida pública e estabilidade de preços no período pós-Real: explorando relações empíricas. *Estudos Econômicos*, Fipe/USP, v. 34, n. 2, 2004.

DUARTE JÚNIOR, A. M. *Gestão de riscos para fundos de investimentos*. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

EICHENGREEN, B. *A globalização do capital*. São Paulo: Ed. 34, 2000.

FRANCO, G. *Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana*. Rio de Janeiro: BNDES, 1983.

FRAUZINO CARDIN, A. P. M. *A indústria de fundos de investimentos: análise, tendências e evolução no mercado brasileiro nos últimos 8 anos*. Brasília, 2002 (Monografia).

FURASTÉ, P. A. *Normas técnicas para o trabalho científico*. Porto Alegre: Dáctilo Plus, 2002.

FURTADO, C. *O capitalismo global*. São Paulo: Paz e Terra, 1998.

GAGGINI, F. S. *Fundos de investimentos no direito brasileiro*. São Paulo: Ed. Universitária de Direito, 2001.

GAZETA MERCANTIL. 1000 maiores fundos de investimento da América Latina, maio/jun. 2001.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. *Finanças públicas*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

GOLDFAIN, I. *Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?* Banco Central do Brasil, jul. 2002 (Nota Técnica, n. 25).

GONÇALVES, R.; BAUMANN, R.; PRADO, L. C. D.; CANUTO, O. *A nova economia internacional. Uma perspectiva brasileira*. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

GONÇALVES, R.; POMAR, V. *O Brasil endividado*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2001.

_____. *A armadilha da dívida*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2002.

- GONÇALVES, R.; SAYAD, J.; ROCHA, R.; BACELAR, T. *Socialismo e globalização financeira*. São Paulo: Perseu Abramo, 2003.
- HERMANN, A. *Os bancos num cenário de estabilidade econômica*. São Paulo: Associação Brasileira de Bancos Comerciais e Múltiplos (ABBC), 1996.
- INVESTIDOR INDIVIDUAL*. Ponto de Vista Editorial, diversas edições.
- JOHNSTON, J.; DiINARDO, J. E. *Econometric methods*. 4ª ed. McGraw-Hill, 1997.
- JORNAL VALOR ECONÔMICO*, diversas edições.
- LESBAUPIN, I.; MINEIRO, A. *O desmonte da nação, balanço do gov. FHC*. São Paulo: Vozes, 1999.
- LIMA, I. S.; LOPES, A. B.; LISBOA, L. P. *Fundos de investimento: aspectos operacionais e contábeis*. 1ª ed. São Paulo: Atlas, v. 1, 2004. 242 p.
- LOPES, J. do C.; ROSSETTI, J. P. *Economia monetária*. São Paulo: Atlas 1998.
- MENDONÇA DE BARROS, J. R.; ALMEIDA JÚNIOR, M. F. de. *Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil*. Brasília, maio 1997.
- MENDONÇA, S. R. de. *O estado e a economia no Brasil: opções de desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Graal, 1985.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Plano Real*. Jul. 1995.
- MODENESI, A. de M. *Regimes monetários: teoria e a experiência do real*. São Paulo, 2005.
- PÊGO FILHO, B.; PINHEIRO, M. M. S. *Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil: evolução recente (1996-2003) e perspectivas (2004-2006)*. Jan. 2004 (Texto para Discussão, n. 1.007).
- PELÁEZ, C. M.; SUZIGAN, W. *História monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias*. Rio de Janeiro, 1976.
- PEREIRA, J. E. de C. *Financiamento externo e crescimento econômico do Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1974.
- REVISTA EXAME*. Os melhores fundos de investimento. Editora Abril, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004 e 2005.
- RIGOLON, F.; GIAMBIAGI, F. A renegociação das dívidas e o regime fiscal dos estados. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. (Orgs.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- ROCHA, T. N. da. *Fundos de investimentos e o papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2003.
- SALOMON, D. V. *Como fazer uma monografia: elementos de metodologia do trabalho científico*. 4ª ed. Belo Horizonte: Interlivros, 1974.
- SANDRONI, P. *Dicionário de economia*. São Paulo: Nova Cultural, 1987.
- SIQUEIRA LIMA, I. *Fundos de investimentos, aspectos operacionais e contábeis*. São Paulo: Atlas, 2004. 242p.
- STN. Secretaria do Tesouro Nacional. *A Administração da Dívida Interna: Resultados, Desafios e Perspectivas*, v. 5, n. 4, p. 15-30, out./dez. 2002a. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/releases/2002/dpublica_amcham.ppt>.

_____. *Detalhamento dos principais fatores de variação da dívida pública*. 2002b. Disponível em: <<http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/fatoresvariacao.htm>>.

UFPR. Universidade Federal do Paraná. Política fiscal. *Boletim de Conjuntura Economia & Tecnologia*, v. 1, ano 1, maio/jun. 2005a.

_____. *Boletim de Conjuntura Economia & Tecnologia*, UFPR/Cepec, v. 1, maio/jun. 2005b.

VALOR INVEST. *Jornal Valor Econômico*, diversas edições.

VASCONCELLOS, M. A. S.; GREMAUD, A. P.; TONETO JÚNIOR, R. *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo: Atlas, 1996.

VASCONCELLOS, M. A. S.; TROSTER, R. L. *Economia básica*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 1996. Caps. 14-16.

VELLOSO, J. P. R. (Org.). *O real e o futuro da economia*. Rio de Janeiro: J. Olympio, 1995.

VERSIANI, F. R. *A dívida pública interna e sua trajetória recente*. Universidade de Brasília (UnB), 2003 (Texto para Discussão, n. 284).

VIEIRA, D. T. *Evolução do sistema monetário brasileiro*. São Paulo: Ipeusp, 1981 (original de 1947).