

Organização



Centro de Estudos em  
Finanças da EAESP

Patrocínio



# Investimentos em foco

A Importância dos Fundos de Investimento no  
Financiamento do Governo

**Informações:** [www.fgv.br/gvcef](http://www.fgv.br/gvcef) - [cef-gv@fgv.br](mailto:cef-gv@fgv.br) - (11) 3799.7994

## **A importância dos Fundos de Investimento no Financiamento do Governo**

**Prof. William Eid Junior**

Professor Titular  
Coordenador do GV CEF  
Centro de Estudos em Finanças  
Escola de Administração de Empresas de São Paulo  
Fundação Getúlio Vargas

Em certos aspectos, governos se assemelham a empresas e famílias, em particular no campo das finanças. Os três entes têm receitas: no caso das famílias, principalmente os salários; no caso das empresas, as receitas de vendas; e no caso dos governos, os tributos arrecadados. Os três também têm despesas: as famílias gastam com moradia, alimentação, educação e lazer; as empresas, com seus funcionários, impostos, modernização, compra ou fabricação dos seus produtos; finalmente, os governos gastam seus recursos tanto com seus funcionários, quanto com materiais diversos e novos investimentos. Mas há mais semelhanças. Quando as despesas ultrapassam as receitas, os três recorrem a financiamentos. As famílias recorrem aos bancos, acessando as diferentes linhas de crédito disponíveis, assim como as empresas. Já os governos buscam se financiar junto à população e às empresas através da venda de seus títulos de dívida. Há diversos desses títulos de emissão do Tesouro Nacional como as NTNs – Notas do Tesouro Nacional e as LFTs – Letras do Tesouro Nacional, sendo que os principais têm sua remuneração atrelada ou a um índice de inflação, como o IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo do IBGE, ou a uma taxa de juros como a Selic, ou, ainda, são prefixados. Como exemplos, no primeiro caso temos as NTN-B, no segundo, as LFT e, finalmente, como prefixados temos as LTN e as NTN-F.

A Dívida Pública Federal atinge hoje um valor próximo a R\$ 2,4 bilhões, sendo que 40% dela é prefixada, 33% é indexada à inflação e 23,5% é indexada à taxa Selic. Há ainda um resquício do passado representado por títulos atrelados à variação cambial, que representam pouco mais que 4% do total. Em 2002, eles representavam 45% da dívida, constituindo um grande risco para o Governo Federal, que tinha parte substancial da sua dívida atrelada à variação do câmbio.

Esses R\$ 2 bilhões representam, aproximadamente, 45% do PIB – Produto Interno Bruto brasileiro. Todos os governos, ou quase todos, têm Dívidas Públicas. O nível em

relação ao PIB varia bastante, como podemos ver na tabela a seguir, que mostra dados estimados em 2010 para os 20 países com maiores dívidas públicas.

País	Dívida Pública (USD Bilhões)	% PIB	per capita (USD)
Japão	\$ 8,512	198%	\$ 67,303
Grécia	\$ 454	143%	\$ 42,216
Itália	\$ 2,113	119%	\$ 34,627
Singapura	\$ 309	106%	\$ 65,144
Bélgica	\$ 398	101%	\$ 38,139
Canadá	\$ 1,117	84%	\$ 32,829
Alemanha	\$ 2,446	83%	\$ 30,024
França	\$ 1,767	82%	\$ 27,062
Egito	\$ 398	80%	\$ 4,846
Inglaterra	\$ 1,654	76%	\$ 26,375
Holanda	\$ 424	63%	\$ 25,152
Estados Unidos	\$ 9,133	62%	\$ 29,158
Espanha	\$ 823	60%	\$ 17,598
<b>Brasil</b>	<b>\$ 1,281</b>	<b>59%</b>	<b>\$ 6,299</b>
Polônia	\$ 381	53%	\$ 9,907
Índia	\$ 2,107	52%	\$ 1,772
Turquia	\$ 411	43%	\$ 5,218
México	\$ 577	37%	\$ 5,071
Taiwan	\$ 279	34%	\$ 12,075
Coréia do Sul	\$ 331	23%	\$ 6,793
China	\$ 1,907	19%	\$ 1,427

Fonte: Cia Factbook.

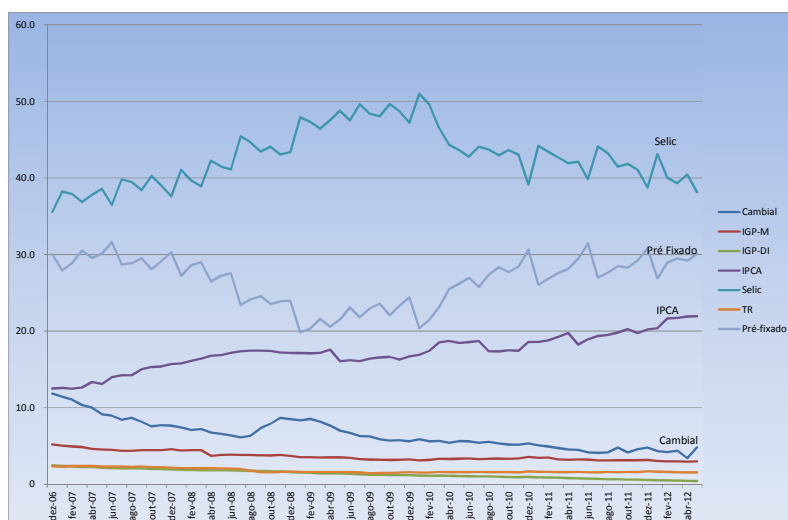
Antes de analisarmos a tabela, é importante ressaltar que ela trata da dívida bruta dos países, e, em geral, no Brasil, nos referimos à dívida líquida. Assim, o dado de 2010 da tabela, que nos dá uma dívida equivalente a 59% do PIB, quando transformado em dívida líquida nos leva a um valor igual a 42 ou 43% do PIB. De toda forma podemos comparar os diferentes valores. Alguns números se destacam nessa tabela, principalmente o nível de endividamento sobre o PIB de alguns países como Japão e Grécia. E o nível de endividamento da China também se destaca, com um valor de 19%, que é pequeno frente ao Brasil e Índia. Para completar os valores referentes aos BRICs, a Rússia apresenta um endividamento bruto da ordem de 8,7%, bem abaixo dos demais países elencados no bloco.

A evolução da dívida pública no Brasil é marcada por um divisor de águas que ocorre no início dos anos 80 do século XX. Antes desse momento, o financiamento para o país tinha origem majoritária nos capitais externos, abundantes e baratos graças à concentração de recursos nas mãos dos países produtores de petróleo a partir de 1973. Entretanto, o segundo choque do petróleo, ocorrido em 1979, causa uma crise

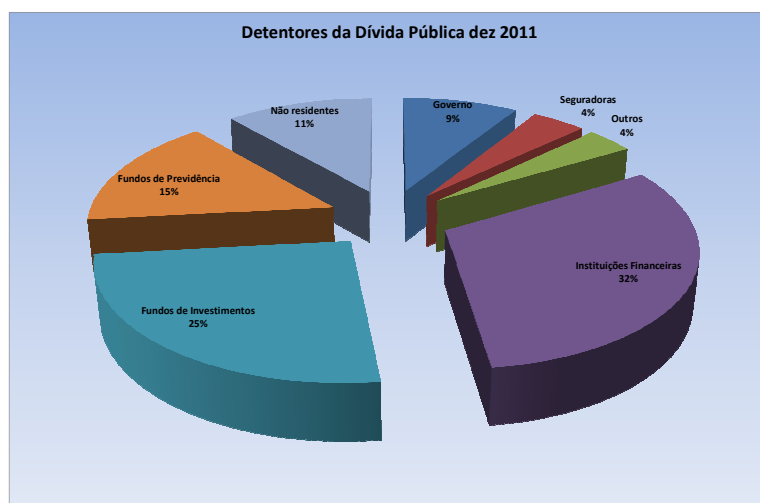
internacional que torna os recursos escassos. Ao mesmo tempo, enfrentamos, a partir daí, uma década de alta inflação, taxas de juros reais negativas e planos econômicos frustrados. Esse ambiente dificultou a emissão de títulos públicos, o que resultou em baixos níveis de endividamento interno. A partir da abertura econômica do início dos anos 90, observamos a substituição do endividamento externo pelo interno, resultado do ingresso de divisas oriundas de exportações, investimentos e privatizações. Ela chega atualmente a 90% da dívida do governo, quando respondia por pouco mais de 20% no início na década de 1980.

Seu crescimento absoluto tem origem em três áreas da política econômica: fiscal, monetária e cambial. Do ponto de vista fiscal, tivemos a incorporação de dívidas dos estados e municípios à dívida federal, além dos na época chamados esqueletos, que são dívidas antigas não contabilizadas. Do ponto de vista monetário e cambial, a política de câmbio fixo, a chamada âncora cambial do Plano Real, aliada à série de crises financeiras internacionais da década de 1990, levou os juros internos a patamares muito elevados. Isso tinha o objetivo de atrair e manter capitais externos no país, porém, ao mesmo tempo, aumentou a dívida interna por dois efeitos, o primeiro advindo dos juros elevados, e o segundo advindo da emissão de títulos atrelados à variação cambial, que tinham como objetivo evitar que os agentes financeiros comprassem dólares, aumentando a pressão de demanda sobre as divisas e, portanto, comprometendo a âncora cambial. Essa política tem seu fim em janeiro de 1999 com a desvalorização cambial, levando a dívida pública atrelada ao câmbio a valores muito elevados. Os dois fatores, juros elevados e desvalorização cambial, muito contribuíram para a elevação da dívida pública.

Ainda nos anos 2000, o Governo Federal buscou, através de diversas ações, mudar o perfil da nossa dívida. O gráfico a seguir mostra a evolução da composição da dívida pública bruta desde o final de 2006. Fica patente a redução da participação dos títulos cambiais e o aumento da participação dos indexados ao IPCA. Também é nítido o interesse recente do Governo Federal em ampliar a participação de títulos pré-fixados na dívida pública, já que eles reduzem o risco de gestão dessa dívida em relação à variação das taxas de juros.

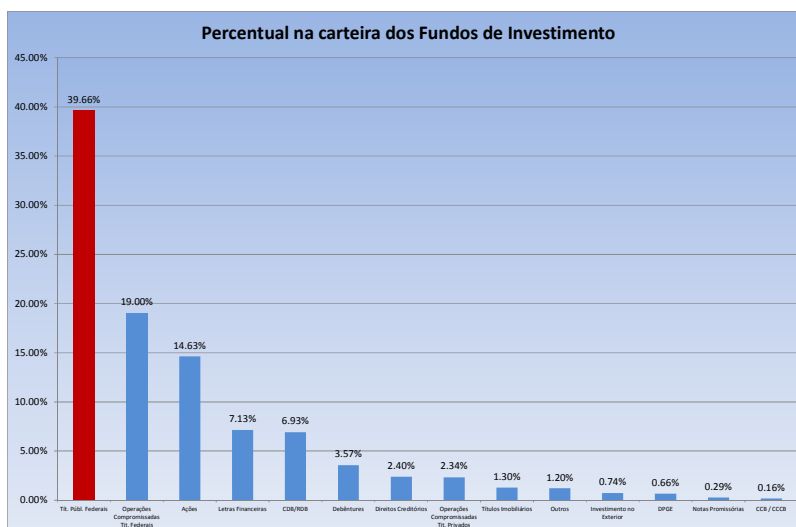


E quem são os agentes econômicos que detêm os títulos desta dívida? São diferentes agentes econômicos, que de uma forma ou de outra representam a sociedade brasileira. Isto é, são os brasileiros que detêm a grande maioria dos títulos públicos emitidos no Brasil. O gráfico a seguir mostra quem eram eles em dezembro de 2011.

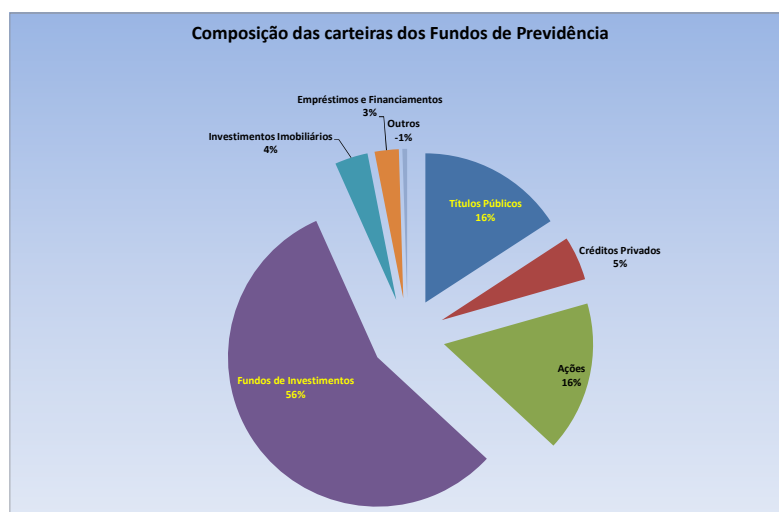


O gráfico nos indica que os maiores detentores da dívida pública são as instituições financeiras, com 31,5% do estoque total, seguidos pelos Fundos de Investimentos, com 25,3%, e pelos Fundos de Previdência, com 15,4%. Considerando que os Fundos de Investimentos e os Fundos de Previdência são instrumentos da mesma natureza, podemos somar suas participações. Aí vamos concluir que os principais financiadores da dívida pública no Brasil são os Fundos, que detêm mais de 40% do estoque total.

Os títulos da dívida consistem principal destino das aplicações dos fundos. O gráfico a seguir mostra que quase 40% dos recursos aplicados pelos poupadores em Fundos de Investimentos têm como destino os Títulos Públicos.



Os Fundos de Previdência também investem grande parte dos seus recursos em títulos da dívida. O gráfico a seguir mostra que 16% dos recursos estão diretamente investidos em Títulos Públicos, mas temos que somar os 56% investidos em Fundos de Investimentos, que contêm, segundo análise anterior, 40% do seu patrimônio investido em títulos públicos.



Assim, temos 22,4% da carteira dos fundos de investimentos investido em títulos públicos ( $40\% \times 56\% = 22,4\%$ ) mais 16% investidos diretamente, totalizando

aproximadamente 39% das carteiras dos fundos de previdência investido em títulos públicos. Tal valor é muito similar ao dos Fundos de Investimentos.

Podemos analisar a importância dos investimentos feitos pelos fundos olhando os valores absolutos. O patrimônio total dos Fundos de Investimentos é hoje de R\$ 1,9 trilhão. Já o dos Fundos de Previdência é igual a R\$ 580 bilhões. Então, do total de R\$ 2,48 trilhões, temos investidos em Títulos Públicos quase R\$ 1 trilhão, ou 41% da dívida interna do país. Resumindo, mais de 40 % da dívida pública é financiada pelos fundos de investimentos e de previdência, tornando-os o segmento econômico mais importante na estrutura de financiamento governamental do Brasil.

Esse financiamento da dívida pública torna-se mais importante quando observamos a utilização dos recursos oriundos da emissão de títulos públicos. Como foi mencionado no início do texto, o governo emite títulos da dívida para fazer frente às suas despesas, que nem sempre são cobertas com a arrecadação de impostos. No caso de um déficit, o governo tem três alternativas: aumentar impostos, emitir moeda ou emitir títulos públicos. A primeira, além de impopular, em geral prejudica a economia, pois nos torna menos competitivos em relação aos nossos competidores no exterior. Além disso, agrava problemas de distribuição de renda, já que raramente os impostos são socialmente justos. A segunda alternativa, emissão de moeda, é ainda pior, já que pode ser um combustível para a inflação. E inflação é um fenômeno que os brasileiros querem ver bem distante, depois da experiência de décadas com altos índices. Por fim, resta a emissão de títulos públicos. Claro que essa emissão não é economicamente neutra. Ela pode pressionar os juros e compete com outros investimentos que são socialmente mais produtivos. Mas dívida pública sob controle é similar à dívida de uma família ou empresa que gerencia bem suas finanças: produz crescimento e desenvolvimento, desde que seja utilizada para financiar investimentos que tragam benefícios para a sociedade, que é o fim básico da dívida. Os efeitos devem ser muito benéficos. Por exemplo, a construção de obras de infraestrutura traz desenvolvimento econômico e, conseqüentemente, mais arrecadação de impostos. Assim, se o governo financia essa construção através de dívida, em alguns anos terá arrecadação tributária suficiente para pagar esse financiamento. Nesse sentido, constatamos que a presença dos Fundos de Investimento como financiadores da dívida pública é fundamental para o desenvolvimento do país.

