

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A REMONETIZAÇÃO DA ECONOMIA PÓS- REAL E O

PAPEL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Carla Dodsworth Albano

Nº de matrícula 9615459

Orientador: Dionísio Dias Carneiro.

Novembro 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A REMONETIZAÇÃO DA ECONOMIA PÓS- REAL E O

PAPEL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Carla Dodsworth Albano
Nº de matrícula 9615459

Orientador: Dionísio Dias Carneiro.

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Novembro 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A REMONETIZAÇÃO DA ECONOMIA PÓS- REAL E O

PAPEL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Carla Dodsworth Albano

Nº de matrícula 9615459

Orientador: Dionísio Dias Carneiro.

Novembro 1999

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".

Gostaria de agradecer aos que me ajudaram nas diversas etapas deste trabalho:

À minha família pelo apoio e compreensão.

Ao meu orientador, Dionísio Dias Carneiro, pela importante ajuda na concepção desta monografia, principalmente na elaboração das idéias iniciais para melhorar o desenvolvimento do tema escolhido.

Ao Sandro Vieira Coloma da ANBID, que gentilmente forneceu dados, artigos e informações relevantes para os estudos feitos neste trabalho.

À Cesar Henrique Arthou pela sua compreensão e ajuda.

À Marcos Vinícius Gonçalves e Luiz Carlos Leo Pardo, da Sul América por suas valiosas colaborações.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	7
I. O CENÁRIO ANTERIOR A REFORMA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE 1995.....	10
I.1. A evolução da indústria de Fundos de Investimento.....	10
I.2. Características dos Fundos extintos coma Reforma de 1995.....	12
II. AS MUDANÇAS OCASIONADAS PELA LEGISLAÇÃO DE 1995.....	22
II.1. Características dos Fundos criados com a Reforma de 1995.....	23
II.2. A evolução da indústria pós reforma.....	25
II.3. A evolução da indústria no ano de 1997.....	27
II.4. A evolução da indústria no ano de 1998.....	29
III. AS RECENTES MUDANÇAS NA LEGISLAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS E SUAS CONSEQUENCIAS.....	33
III.1. Os efeitos das mudanças na carteira dos fundos de investimento.....	38
IV. O PLANO REAL E A REMONETIZAÇÃO DA ECONOMIA.....	40

V. CONCLUSÃO.....48

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....51

ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICO

Gráfico 1.1. A evolução do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos (Jan-94 à Dez-95)	11
Tabela 1.1. Distribuição do Patrimônio dos Fundos (Setembro de 1995).....	19
Tabela 1.2. Resumo da Legislação vigente até 1995.....	21
Tabela 2.1. Distribuição do Patrimônio dos Fundos (Fevereiro de 1996).....	26
Tabela 2.2. Composição da Carteira dos Fundos (1996).....	27
Gráfico 2.1. A evolução do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos (Jan-96 à Dez-97)	28
Gráfico 2.2. A evolução do Patrimônio Líquido dos Fundos de Curto Prazo(1997)	29
Tabela 2.3. Valorização das Cotas.....	30
Tabela 2.4. Captação Líquida dos Fundos.....	31
Gráfico 2.3. A evolução do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos (1998).....	32
Gráfico 3.1. A evolução do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos (1998).....	33
Tabela 3.2. Tabela Regressiva do IOF.....	35
Gráfico 3.2. Aplicações dos Fundos (Outubro de 1999).....	38
Tabela 4.1. Meios de Pagamento (M4).....	44
Tabela 4.2.1. Base monetária e meios de pagamento (M4).....	45
Tabela 4.2.2. Base monetária e meios de pagamento (M4).....	46
Tabela 4.3. Base Monetária.....	47

INTRODUÇÃO

O Plano Real em apenas um ano conseguiu reduzir a inflação mensal de 50% para apenas 2% ao mês. A inflação esperada tem uma forte influência sobre a demanda por moeda, com a estabilização da economia e a queda da inflação, a demanda por moeda deveria aumentar.

A pressão na demanda por moeda, como consequência natural da monetização, foi muito forte nos primeiros meses do Real, mas passados seis meses do plano de estabilização, o processo começou a mostrar sinais de enfraquecimento, e em janeiro de 1995 é observada uma contração da base monetária, o que não acontecia desde do início do Plano.

A monetização da economia pós- Real foi inferior ao esperado, isso pode ser observado comparando o M1/ Y do Brasil com outros países como os Estados Unidos (O M1/Y do Brasil é cerca de 1/3 o dos Estados Unidos). Várias causas podem ser apontadas para esse fato, uma das razões é que em economias com altas taxas de inflação, o próprio mercado cria ativos de elevada liquidez, substitutos próximos, da moeda como uma forma do mercado se proteger da inflação.

No caso do Brasil esses substitutos continuaram a ser ofertados, através dos fundos de investimentos que possuíam liquidez diária e retornos iguais ou superiores ao da inflação.

Eram estes: o Fundo de Aplicação Financeira (FAF), o Fundo de Investimento de Cotas em FAF, o Fundo de Renda Fixa de Curto Prazo, os FIC do Fundo de Renda Fixa de Curto Prazo e até mesmo os Fundos de Investimentos em Commodities, que passados 30 dias possuíam liquidez diária. Em agosto de 1995 cerca de 72% do patrimônio total da indústria se concentravam em fundos de liquidez diária: 22% em Fundos de Curto Prazo, 5% em FAF's e 45% em Commodities. Esse cenário só foi alterado no final de 1995, quase um ano e meio depois do Plano Real.

Com a reforma de 1995, muitos fundos foram extintos e tiveram que se enquadrar nas novas regras criadas. Esta nova legislação procurou penalizar as aplicações de curto prazo (numa tentativa de corrigir seu papel de substituto dos depósitos à vista) através da cobrança de compulsório de 50% que restringiu muito a rentabilidade destes fundos. A melhor opção de investimento se tornou o Fundo de Investimento Financeiro, particularmente o FIF 60, que não sofria a incidência do compulsório, com isso obtinha uma alta rentabilidade. Essas mudanças deram maior flexibilidade às aplicações das carteiras e proporcionaram uma maior transparência da indústria.

Apesar destas mudanças a Circular do BACEN N°2.906 de junho de 1999 instituiu a “volta” das aplicações com liquidez diárias, pois não é mais cobrado o compulsório de 50% sobre essas aplicações, em compensação agora há a incidência do IOF decrescente ao longo de 30 dias. A recente reforma entrou em vigor em 2 de agosto desse ano e aumentando a competitividade da indústria na medida que os fundos terão que oferecer melhores condições como: melhores prazos de aplicação, taxas de administração baixas e isenção ou

não do CPMF. Com essas medidas os administradores visam atrair mais investidores, e além disso, eles ganharam mais liberdade para suas aplicações, mas ao mesmo tempo terão que manter o cotista informado de todas suas “intenções”, o cotista deve saber exatamente aonde está aplicando seu dinheiro, e o risco que está correndo (se o fundo aplica ou não em derivativos).

O capítulo I visa primeiramente compor o cenário vigente antes da Circular nº 2.183 de 21/07/1995 do Banco Central, expondo a evolução do Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento, na seção I.2. são apresentadas as principais características dos fundos como: composição de carteira, forma de tributação e forma de resgate e aplicação. No capítulo II a mudança da legislação é explicada, através de uma descrição dos novos fundos, acompanhamento da evolução do Patrimônio Líquido e sua evolução desde outubro de 1995 até 1998.

Já no capítulo III, são analisadas as recentes mudanças na indústria de fundos de investimentos, de acordo com a Circular do BACEN N°2.906 de junho de 1999.

O capítulo IV desta monografia visa analisar a situação da economia e a evolução do Plano Real, as principais mudanças monetárias por ele causadas, tendo em vista a evolução da Base Monetária e a participação dos fundos de investimento no M4. Dentro deste contexto serão analisadas as mudanças na legislação dos fundos de investimento. Por fim o capítulo V será a conclusão da monografia.

I. O CENÁRIO ANTERIOR A REFORMA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE 1995.

I.1. A evolução da indústria de Fundos de Investimento

Os fundos de Investimento foram criados na década de 70, mas ganharam mais impulso nos anos 80, particularmente após o Plano Cruzado que promoveu congelamento de preços e salários, reduzindo a inflação. O crescimento da importância dos fundos de investimento ao longo dos últimos anos é comprovado pela evolução do seu Patrimônio Líquido.

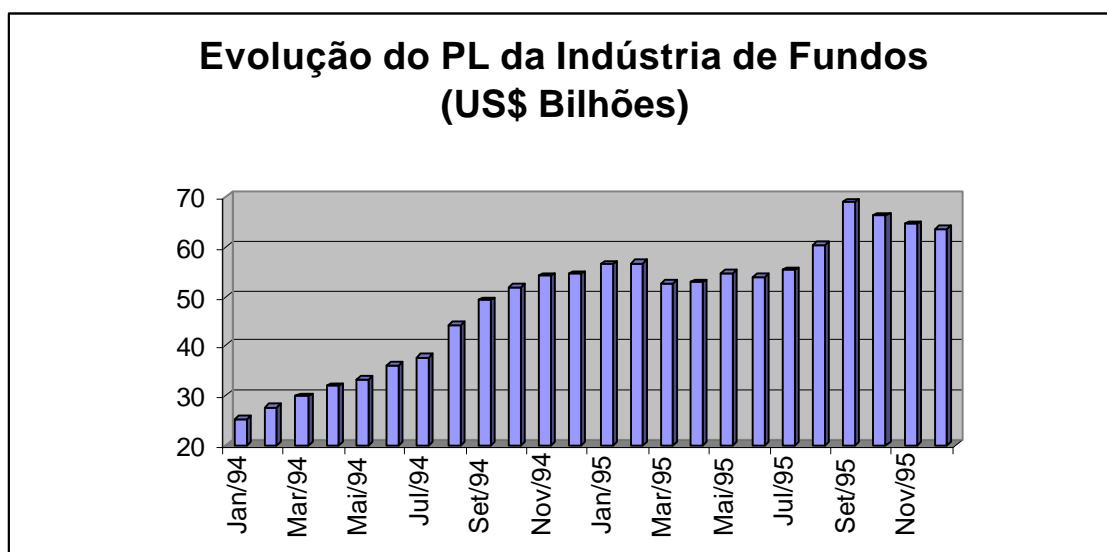
Os fundos de investimento eram um importante instrumento para o governo, pois através deles o Banco Central poderia aumentar o número de investidores institucionais para os títulos da dívida federal evitando o financiamento inflacionário do déficit público.

Durante do período que de julho de 1994, início do Plano Real até o final de 1995- quando se iniciou a nova legislação, o Patrimônio Líquido passou de R\$ 34 bilhões para mais de R\$ 60 bilhões, ou seja, houve um aumento superior a 75% (gráfico 2.1). De acordo com a ANBID os fundos em funcionamento, que eram 750 em julho de 1994, em 02/10/1995 estavam em 1.182.

Uma característica dos fundos era que possuíam liquidez diária e bons retornos, antes do plano Real eram uma forma de proteção à inflação. A ligação das aplicações com a conta

corrente, também era uma vantagem para os cotistas, que podiam cobrir débitos de conta corrente com resgates automáticos sobre os fundos, isso representava um conforto para o cliente, pois era uma forma deste se proteger da inflação utilizando fundos de curto prazo, que possuíam uma rentabilidade superior à poupança. Realmente os fundos foram, em geral a melhor, forma de aplicação do período, chegando a um ganho real líquido de 35%. Esse resultado explica o bom desempenho da indústria na captação de recursos comparado à Caderneta de Poupança, que captou apenas R\$320 milhões, enquanto a indústria de fundos R\$26 bilhões.

Gráfico 1.1



Fonte: ANBID

I.2.- Características dos Fundos:

Os principais fundos existentes antes da Circular nº 2.183 de 21/07/1995 estão descritos abaixo (tabela 1.1). A maioria destes fundos garantia a mesma rentabilidade independente do valor aplicado. Os fundos, exceto os de renda variável, aplicam principalmente em CDB's títulos públicos, variando a composição de carteira na busca de ganhos de rentabilidade. É importante observar que a partir de agosto de 1994, houve a expansão de empréstimos do sistema financeiro para o setor privado, impulsionando a emissão de novos títulos para a captação. Mas esse movimento passou a ser restringido em julho de 1995, por causa das medidas restritivas do Banco Central para limitar a rápida expansão do crédito e também por causa do endividamento das famílias e do aumento da inadimplência.

- Fundo Mútuo de Investimentos em Ações (FMIA)

O FMIA foi constituído em 08/06/94, através da Instrução CVM N° 215, a existência deste fundo preencheu uma lacuna na economia nacional como instrumento de democratização dos mercados acionários, possibilitando a entrada do pequeno investidor num mercado de alto risco. Mas em 1995 o patrimônio líquido do fundo de ações era muito pequeno, se comparado ao volume de negócios das bolsas brasileiras ou se comparado com o crescimento dos demais fundos.

Os fundos de ações tinham como obrigação manter um mínimo de 51% de suas aplicações em ações de emissão de companhias abertas. O saldo desses recursos poderão ser aplicados em: valores mobiliários, certificados de depósitos em ações e em cotas de FAF e títulos de renda fixa. O Imposto de Renda era cobrado no resgate, com uma alíquota de 10% sobre ganhos nominais. As aplicações e os resgates eram feitos com cota D+1 e o crédito na conta do cliente feito em D+2 à D+5, dependendo da instituição financeira.

- Fundo Mútuo de Investimentos em Ações Carteira Livre (FMIA- CL)

O FMIA- CL foi constituído também em 08/06/94, através da Instrução CVM N° 215. A diferença deste fundo Carteira Livre para o Fundo de ações é que este pode concentrar suas aplicações em operações de maior risco, podendo alcançar maiores ganhos ou perdas. Pode ter uma característica menos ou mais agressiva, dependendo da opção do administrador. Uma forma de hedge que é muito usada é a compra de ações na mesma medida do índice Ibovespa. A composição da carteira tem que ter um mínimo de 51% em ações, bônus de subscrição, opções debêntures conversíveis em ações de companhias abertas, ou certificados de depósitos de ações. E os restantes 49% poderiam ser aplicados em outros valores mobiliários, cotas de fundos e títulos de renda fixa e cotas de FAF e também em cotas de FMIA e FMIA-CL. A incidência do Imposto de Renda é da mesma forma que o FMIA.

Os fundos que mais renderam entre outubro de 1991 à setembro de 1995 foram de ações e de carteira livre com renda variável. A rentabilidade desses fundos foi oito vezes maior que os fundos com melhor performance das outras categorias.

- Fundo de Investimento em Commodities

Em julho de 1992 os fundos commodities foram criados, regulamentados e constituídos através da Circular nº 2.205, sob forma de condomínio aberto com aplicações destinadas em ativos financeiros vinculados a produtos agrícolas, pecuários e agro-industriais e outros ativos. Durante os três primeiros anos de sua existência esses fundos foram se distanciando de seu objetivo principal, devido às várias brechas na legislação. Tanto que no final de 1994 o Banco Central acabou com a obrigatoriedade da composição de 25% de papéis do setor agrícola.

O fundo de Commodities foi o que mais cresceu e teve a sua participação aumentada no total da indústria de 35% para cerca de 50% entre dezembro de 1993 e dezembro de 1994. Uma das razões para essa performance foi o tipo de tributação que era como o da renda variável. Em setembro de 1995, como pode ser visto na tabela 1.1, representava 53% do total do patrimônio da indústria de fundos.

A aplicação e resgate eram feitos com a cota do dia. Havia uma carência de trinta dias corridos, e após este período o fundo passava a ter liquidez diária. A tributação e a taxa de administração eram idênticas aos fundos de ações.

Sua carteira era composta de: máximo de 60% de papéis de renda fixa, máximo de 10% em posição de ouro no mercado à vista, máximo de 20% em ações negociadas na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, máximo de 10% em cotas de FIEEX - Fundo de Investimento no Exterior; um máximo de 10% de direitos creditórios vinculados a contratos de exportação e um máximo de 15% em CDB rural que tinham prazo mínimo de 90 dias.

O crescimento dos volumes de aplicação, fez com que o BC adotasse novas regras, e através da Circular nº 2.517 autorizou os fundos à aplicarem 100% de seus recursos em títulos públicos.

- Os Fundos de Renda Fixa

Em 1984 os fundos de renda fixa foram criados, mas sua efetiva regulação só se deu através da Resolução 1,286 do Conselho Monetário Nacional, em março de 1987, quando ficaram estabelecidas as principais regras de composição de carteira e incidência tributária.

Sua carteira era composta de no mínimo de 10% em títulos públicos federais e no máximo 90%. A mesma forma para os títulos privados, sendo que o máximo permitido em títulos pós fixados era de 40% do patrimônio da carteira. Os títulos privados podiam ser mais variados como CDB, debêntures, papéis estaduais municipais e letras imobiliárias. Era permitido uma constante troca de aplicações fazendo com que a carteira estivesse em sintonia com as tendências do mercado.

Existia uma carência de 28 dias , no 28º os resgates podiam ser efetuados sem perda de rendimento, era uma opção bastante atraente para que não precisa de liquidez imediata.

Os fundos de Pessoa Jurídica eram tributados da mesma forma dos Fundos de Pessoa Física, ou seja o Imposto de Renda era Tributado na Fonte e os rendimentos líquidos entravam na declaração do IR, como não tributáveis. A tributação era de 30% do que exceder a variação da UFIR diária no período.

Como forma de proteger das oscilações das taxas de juros e também de garantir uma boa rentabilidade, os Fundo de Renda Fixa protegiam parte de seu patrimônio em operações no mercado futuro de juros. Quando a proteção era de 100% do Patrimônio, o fundo era chamado de Fundo de Renda Fixa DI, esses fundos garantiam uma rentabilidade quase idêntica ao CDI.

- Fundo de Aplicação Financeira (FAF)

O FAF, também conhecido como Fundão, surgiu em março 1991 com a extinção do overnight, e tornou-se a única alternativa de liquidez imediata. Era adequado para quem visava aplicações de curto prazo, não havia carência, por isso não oferecia uma rentabilidade muito alta.

Os recursos eram aplicados de forma que 45% no mínimo teriam que ser aplicados em: títulos do Tesouro Nacional ou do BC, remunerados a taxas de mercado, 25% no mínimo em depósitos junto ao BC remunerados pela TRD e depósitos voluntários junto ao BC remunerados à razão de 80% da taxa média do SELIC, no mínimo 10%, em Títulos de Desenvolvimento Econômico (TDE), remunerados pela TR, 3% dos recursos eram aplicados em cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS). Os restantes 42% aplicados em vários títulos públicos e privados.

O FAF estava sujeito à incidência de IOF decrescente ao longo de 15 dias. A partir de 01/01/1995, este imposto foi extinto. Sofria a incidência de uma alíquota de 5% de Imposto de Renda sobre o que exceder a UFIR no período. Tanto as pessoas jurídicas quanto as físicas eram tributadas na fonte. A taxa de administração cobrada pelos bancos variava de 4 a 8% ao ano.

- Fundo de Investimento de Cotas em FAF (FIC FAF)

O FIC FAF, também conhecido como Fafinho, adota as mesmas características dos FAF, mas tem a vantagem de diminuir os custos de administração de carteira, ao aplicar nos FAF existentes de outras instituições financeiras. A única restrição era que o administrador não poderia colocar mais de 25% do seu patrimônio em uma única carteira, podendo aplicar no mínimo em quatro bancos. Por isso sua taxa de administração era baixa: 1% ao ano.

- Fundo de Renda Fixa – Curto Prazo

Suas cotas podiam ser resgatas diariamente. Assim como o FAF, sua carteira era composta de: no mínimo 25% eram aplicados em depósitos em TR junto ao Banco Central, que iam pagar juros de 3% ao ano, outros 25%, no mínimo, eram aplicados em títulos federais de emissão do Tesouro ou do BC, e 50% em aplicações livres em CDB, RDB, LC, LH, debêntures, títulos de emissão do Tesouro Nacional ou BC. 10% no máximo em Fundos de Investimento no Exterior. O imposto de renda incidia da mesma forma que o fundo de renda fixa, ou seja 10% sobre os ganhos nominais.

- FIC de Fundo de Renda Fixa – Curto Prazo

Adota as mesmas características do Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo, pode adquirir 25% de cotas deste fundo. Com baixas taxas de administração.

- Fundo de Investimento no Exterior - FIEIX

Foi criado como uma alternativa de investimento na moeda estrangeira. É um fundo aberto sem carência de resgate. O investimento mínimo é 60% da carteira em títulos da dívida externa brasileira e até 40% em qualquer título de crédito, negociado no mercado internacional, com limite de concentração máximo de 10% em um mesmo título. A custódia é feita no exterior. Pode ter até 10% do seu Patrimônio Líquido em conta de depósito no país ou no exterior, e também pode aplicar até 10% no mercado de derivativos no país. Paga um IR de 10% sobre ganhos nominais retido na fonte.

A tabela 1.1 mostra os Fundos de Investimentos, citados anteriormente, existentes no mês de setembro de 1995:

Tabela 1.1.

FUNDOS	NUMERO	PL	(%) NO	VAR(%)	RENTABILIDADE MÉDIA (%)	
	FUNDOS	US\$ MILHÕES	PL TOTAL	DO PL	NOMINAL	REAL
AÇÕES	96	1.193,99	1,79	1,48	2,54	3,27
AÇÕES CARTEIRA LIVRE	121	1.335,09	2,00	-23,05	4,70	5,45
COMMODITIES	302	35.411,06	53,14	30,83	3,15	3,89
RENDA FIXA	84	2.812,62	4,22	-8,40	3,12	3,86
RENDA FIXA PJ	29	4.367,86	6,55	-8,17	3,16	3,90
FAF	24	2.206,70	3,31	-31,26	2,04	2,77
FIC FAF	6	10,45	0,02	47,48	2,07	2,80
RENDA FIXA DI	47	2.203,30	3,31	-13,86	3,03	3,77
RENDA FIXA PJ DI	30	2.487,39	3,73	-22,86	3,22	3,96
R.F. CURTO PRAZO	89	14.521,70	21,79	9,57	2,17	2,90
FIC RENDA FIXA C.P.	18	17,82	0,03	5,18	2,17	2,90
INVESTIM. NO EXTERIOR	16	68,9	0,10	15,73	6,11	6,87
TOTAL	862	66.636,88	100,00	10,81		

Fonte: ANBID

Nesta tabela já é percebida a diminuição do Patrimônio Líquido devido ao processo de transformação e incorporação determinados pela reforma. Em janeiro de 1996 essas categorias foram extintas.

A tabela 1.2 mostra um resumo da legislação vigente em 1995. Não haviam compulsórios não remunerados, e sim limites mínimos, os quais deveriam ser cumpridos em títulos públicos e outros papéis. No caso dos FAF's e Fundos Renda Fixa de Curto Prazo, havia recolhimento de depósitos junto ao BACEN, remunerados pela TR.

Historicamente os fundos de renda fixa se caracterizavam por serem fortes demandantes de títulos públicos, situação que não se alterou com a entrada dos FIF e a retirada dos limites mínimos obrigatórios de aquisição de títulos públicos.

Tabela 1.2.

	Liquidez	Taxação	Composição de Carteira
Fundo Mútuo de Investimento em Ações	Diária	IR no Resgate 10%	51% em ações, o restante em valores mobiliários, títulos de Renda Fixa ou hedge em mercados futuros.
Fundo Mútuo de Investimento em Ações- Carteira Livre	Diária	IR no Resgate 10%	51% em ações, o restante em valores mobiliários, títulos de Renda Fixa ou hedge em mercados futuros.
Fundo de Investimento em Commodities	Diária com carência de 30 dias	IR no Resgate 10%	Máximo de 60% de papéis de renda fixa, máximo de 10% em cota de FIEEX, mínimo de 25% em títulos vinculados às atividades agrícolas, máximo de 10% de direitos creditórios.
Fundos de Renda Fixa	Carência de 28 dias	IR de 30% do que exceder A UFIR no período.	No mínimo de 10% em títulos públicos ou privados e no máximo 90%. O máximo de títulos pós fixados era de 40%
Fundo de Renda Fixa DI	Carência de 28 dias	IR de 30% do que exceder A UFIR no período.	Proteção de 100% do Patrimônio em operações no mercado de juros futuro.
Fundo de Aplicação Financeira	Diária	IR de 5% do que exceder A UFIR no período. e também IOF decrescente ao longo de 15 dias	45% no mínimo em títulos do Tesouro Nacional ou do BC, 25% no mínimo em depósitos junto ao BC. 3% dos recursos em cotas do FDS e os restantes 42% em títulos públicos e privados
Fundo de Investimento de Cotas em FAF (FIC FAF)	Diária	IR de 5% do que exceder A UFIR no período. e também IOF decrescente ao longo de 15 dias	Mesmas características do FAF mas com a restrição de não colocar mais de 25% de seu patrimônio em uma única carteira, podendo aplicar no máximo em 4 Bancos.
Fundo de Renda Fixa de Curto Prazo	Diária	IR no Resgate 10%	Mínimo de 25% em depósitos da TR junto ao BC, outros 25% em títulos federais e 50% em aplicações livres. No máximo 10% de FIEEX.
FIC de Fundo Renda Fixa de Curto Prazo	Diária	IR no Resgate 10%	Mesmas características do Fundo de Renda Fixa de CP, podendo adquirir 25% de cotas deste Fundo.
Fundo de Investimento no Exterior- FIEEX	Diária	IR de 10% dos ganhos Nominais retidos na fonte	Mínimo de 60% da carteira em títulos da dívida pública brasileira e até 40% em qualquer título de crédito, negociado no mercado internacional.

II. AS MUDANÇAS OCASIONADAS COM A LEGISLAÇÃO DE 1995

O ano de 1995 foi de intensas mudanças para o mercado de fundos de investimento, para os mercados financeiros e para a economia em geral. Com o Plano Real em 1995, houve uma queda da inflação, com o IGP-10 da FGV registrando uma variação de somente 15,38% a menor desde 1957. Foi neste ambiente de baixa inflação que as mudanças na legislação de fundos aconteceram.

Através da Circular nº 2.183 de 21/07/1995, o Banco Central autorizou e regulamentou a constituição e funcionamento dos Fundos de Investimento Financeiro -FIF e dos Fundos de Aplicação em Cotas – FAC. Ficou proibida a emissão de cotas, a partir de 01/10/1995, de fundos mútuos de renda fixa, de fundos de investimentos de em commodities, de fundos de aplicação financeira – FAF, de fundos de investimento em cotas de fundos de aplicação financeira – FIC FAF, de fundos de renda fixa – curto prazo e fundos de investimento em cotas de fundos de renda fixa- curto prazo. Ou seja, esses fundos teriam que ser extintos e incorporados aos fundos da nova legislação, até 29/12/95.

A criação dos fundos de investimento financeiro e a extinção das antigas categorias modificou totalmente o formato da indústria. Os novos fundos abriram um leque de oportunidades na composição e na gestão das carteiras, houve uma maior liberdade para escolher e aplicar o seu patrimônio, podiam até terceirizar a administração de suas carteiras ou adquirir cotas de outros fundos. A reforma buscou tornar a indústria mais flexível, no molde dos mercados financeiros mais avançados.

Os cotistas agora eram obrigados a aderir por escrito ao regulamento dos fundos. O regulamento deve ter os detalhes relativos à política de investimento, possibilitando uma maior transparência sobre a rentabilidade e as aplicações.

Com as novas regras os fundos de investimento foram usados para financiar investimentos mais produtivos. Isso foi possível devido ao aumento do prazo dos investimentos. Mas esse aumento de prazo afastou o pequeno investidor que utilizava os fundos para se proteger da inflação e para aumentar sua receita no curto prazo.

II.1. Características dos Fundos criados com a Reforma de 1995

Os novos fundos não sofriam a incidência do IOF. Mas em compensação houve um compulsório para limitar as aplicações de liquidez diária. Em contrapartida do compulsório, o BC foi extremamente liberal nas regras de aplicação do patrimônio líquido, grande parte das restrições de limite mínimo de aplicações foram eliminadas.

A partir de 1º de janeiro de 1995, as alíquotas do imposto de renda sobre renda fixa e de renda variável foram unificadas para 10% sobre os ganhos nominais.

Assim foram criados dois grupos de com quatro tipos básicos de fundos:

FUNDOS DE INVESTIMENTO FINANCEIRO- FIF

- FIF- de Curto Prazo: tinha liquidez diária mas recebia incidência de 50% da alíquota do compulsório, o que restringiu sua rentabilidade, foi o incorporador do Fundo de Aplicação Financeira- FAF e do Fundo de Renda Fixa de Curto Prazo.
- FIF – 30 dias: as aplicações eram valorizados a cada 30 dias , recebiam a incidência do compulsório de 5%, o que restringia um pouco sua rentabilidade. Foi o incorporador dos Fundos de Renda Fixa e Renda Fixa DI.
- FIF – 60 dias: as aplicações eram valorizados a cada 60 dias, não recebiam a incidência do compulsório e por isso sua rentabilidade não ficou comprometida, passando a ser o fundo que obtém a maior captação, e o maior patrimônio líquido.
- FIF – 90 dias: as aplicações eram valorizados a cada 90 dias, não recebem a incidência do compulsório.

A aplicação dos FIFs estava representada por: depósitos no BC, sem remuneração (caso dos FIF de Curto Prazo e de 30 dias), títulos de valores mobiliários de renda fixa autorizados pelo CMN ou BC, cotas de FIF, ações de companhias registradas pela CVM até o limite máximo de 20% do patrimônio líquido do fundo, operações com ouro efetuadas pela Bolsa

de Mercadorias Futuras, e também, warrants, contratos mercantis produtos, mercadorias e serviços para entrega de prestação futura, operações no mercado de derivativos quer que seja em futuros opções e swaps, notas promissórias comerciais emitidas por sociedade por ações destinada a ofertas públicas. Basicamente os novos FIF's estão divididos nos seguintes tipos: Renda Fixa, DI, Cambial e Livres.

Fundo de aplicação em cotas de FIF – FAC

Adotam as mesmas características dos FIF, mas tem a vantagem de diminuir os custos de administração de carteira, ao aplicarem em FIF existentes.

- O Fundo de Ações e Carteira Livre

Enquanto os fundos mútuos de investimento em ações permaneceram inalterados os carteira livre ficaram proibidos de realizar operações de renda fixa.

II.2. A evolução da indústria pós reforma

A maior parte dos recursos dos fundos extintos migraram para os FIF de 60 dias, já que a introdução do compulsório não remunerado gerou uma grande perda de rentabilidade nos fundos de curto prazo, como pode ser observado na tabela 2, já no primeiro mês o FIF 60

dias possuía 35,31% do total dos recursos da indústria de fundos. Como resultado direto da mudança da legislação, a indústria de fundos nos meses de outubro, novembro e dezembro de 1995, sofreu uma redução no seu patrimônio líquido (Gráfico 1.1).

A tabela 2.1 mostra os fundos de investimentos, citados anteriormente, existentes no mês de fevereiro de 1996. Como pode ser visto, houve um aumento no número de fundos, antes eram 12 segmentos passando para 19, proporcionando ao investidor, maiores opções :

Tabela 2.1

	Nº	PL	PL	(%) NO
FUNDOS	FUNDOS	US\$ MILHÕES	R\$ MILHÕES	PL TOTAL
AÇÕES	95	1.102,39	1.084,97	1,58
AÇÕES CARTEIRA LIVRE	114	1.233,30	1.213,81	1,76
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	18	92,49	91,03	0,13
FIF 60 - RENDA FIXA	346	24.674,86	24.284,99	35,31
DI	103	15.707,59	15.459,41	22,48
CAMBIAL	12	204,35	201,12	0,29
LIVRE C. DIA	33	2.632,71	2.591,11	3,77
LIVRE C. ANT.	29	5.415,19	5.329,63	7,75
FIF 30 - RENDA FIXA	94	2.554,76	2.514,39	3,66
OUTROS	6	300,40	295,66	0,43
FIF CURTO PRAZO	103	15.957,25	15.705,12	22,84
FAC FIF 60 – RENDA FIXA	114	6.974,43	6.864,23	--
DI	75	5.033,11	4.953,59	--
CAMBIAL	7	48,27	47,50	--
LIVRE C. DIA	16	724,15	712,70	--
LIVRE C. ANT.	19	2.146,12	2.112,21	--
FAC FIF 30 – RENDA FIXA	16	632,66	622,67	--
OUTROS	3	114,43	112,63	--
FAC FIF CURTO PRAZO	18	2.818,21	2.773,68	--
TOTAL	1221	69.875,28	68.771,25	

Fonte: ANBID

A nova legislação tornou-se mais flexível, na medida que extinguiu as obrigações de composição de carteira dos títulos públicos, mantendo apenas duas proibições de aquisição

de comercial papers e a limitação das ações em 20% do patrimônio líquido dos fundos. Mas mesmo com a reforma os fundos mantiveram suas aplicações, principalmente em títulos públicos e CDB's. A expansão de crédito iniciada com o Plano Real, impulsionou a emissão de novos títulos para captação. A tendência do aumento da participação dos títulos públicos no portfolio dos fundos se manteve, segundo informações da ANBID os fundos de investimento como um todo, exceto os de renda variável, tinham a seguinte composição de carteira em 1996:

Tabela 2.2

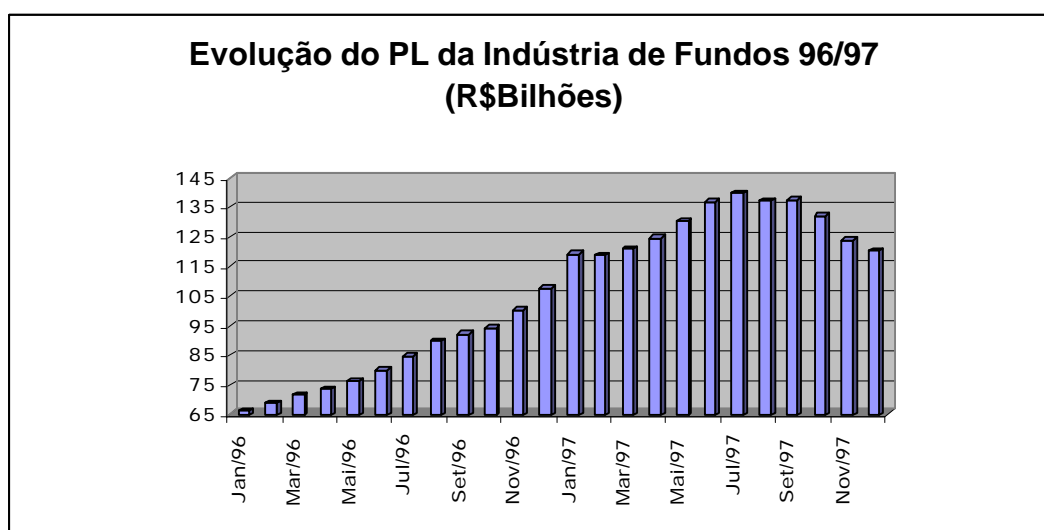
Títulos Públicos	41%	Tít. Federais	37,7%
		Tít. Estaduais	1,6%
		Tít. Municipais	1,7%
CDB's			20%
Op. Compromissadas			27%
Debêntures			3%
Export Notes			2%
Outros			7%

Fonte: ANBID

Isto não significa que com o fim das regras a nova legislação não tenha surtido efeito. As operações compromissadas, por exemplo, não eram autorizadas nos antigos fundos, e possuíam uma substancial participação no portfolio da nova indústria. Os CDB's foram diminuindo sua participação na composição da carteira em 1996 e 1997, devido à baixa rentabilidade. Os gestores eram capazes de mudar a concentração de seu portfolio de acordo como o que ocorresse no mercado.

Apesar de alguns entraves o crescimento foi expressivo, configurando condições bastante satisfatórias para a indústria de fundos durante o ano de 1996 e 1997 como pode ser constatado no gráfico 2.1.

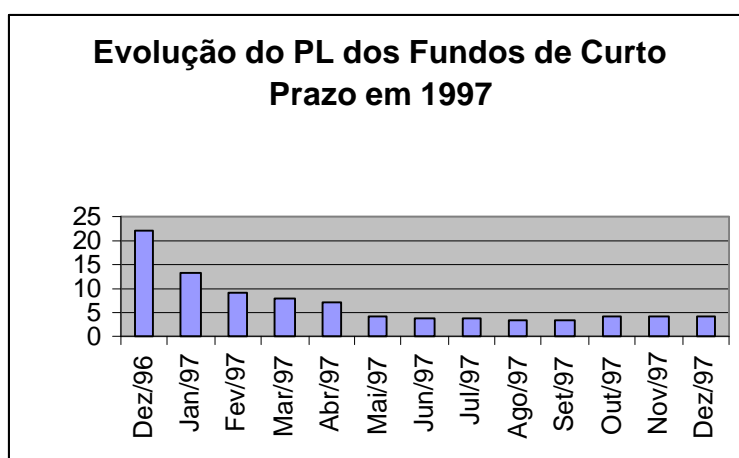
Gráfico 2.1



Fonte: ANBID

III.3- A evolução da indústria no ano de 1997

O ano de 1997 foi marcado pela reativação do IPMF em 23 de janeiro, agora sobre a forma de Contribuição Provisória de Movimentação Financeira -CPMF, uma alíquota de 0,25% que tem um efeito significativo sobre a competitividade das aplicações dentro e fora da indústria. Uma vez que inviabilizava as aplicações de curto prazo e estimula os investidores a aplicarem em fundos de maior liquidez. Em dezembro de 1996, o patrimônio desses fundos totalizava R\$22,08, bilhões cerca de 20,48%, parte dos recursos desse segmento migraram para depósitos à vista, outra parte para fundos de menos liquidez. O gráfico 2.2 mostra os efeitos da CPMF sobre os fundos de curto prazo, que no final de 1997 representavam apenas 3,31% do patrimônio líquido da indústria de fundos.

Gráfico 2.2

Fonte: ANBID

Quatro fatores determinavam a rentabilidade das aplicações dos fundos de investimentos :

1. A rentabilidade dos ativos financeiros nas carteiras
2. Taxa de administração
3. Incidência do compulsório
4. Incidência do Imposto de Renda e da CPMF

Através da tabela 2.3 podemos ver um modelo simplificado de valorização de contas nos seguintes segmentos de renda fixa: FIF 60 dias,, FIF 30 dias e os fundos de curto prazo. O objetivo desta tabela é mostrar como os fundos de curto prazo tiveram sua rentabilidade comprometida com a introdução do CPMF, levando em conta que a rentabilidade das carteiras é a mesma para todos os segmentos e que não há taxa de administração.

Tabela 3.3

	Fundo	Fundo	Fundo
	60 dias	30 dias	curto prazo
Valor aplicado	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Rentabilidade da aplicação	17,90	17,00	8,91
Valor antes do IR	1.017,90	1.017,00	1.008,91
IR	1,79	1,70	0,89
Rent. Líquida da aplicação	16,11	15,30	8,02
Valor debitado	1.016,11	1.015,30	1.008,02
CPMF	2,03	2,03	2,02
Valor retirado	1.014,08	1.013,27	1.006,00
% taxa de administração	0,00%	0,00%	0,00%
% taxa adm. diária	0,00%	0,00%	0,00%
% compulsório	0,00%	5,00%	50,00%
% rent. bruta diária da carteira	0,06%	0,06%	0,06%
% rent. bruta da carteira	1,79%	1,70%	0,89%
% rent. bruta da aplicação	1,61%	1,53%	0,80%
% rent. líquida do fundo	1,40%	1,33%	0,60%
% rent. ef. líquida total	1,20%	1,13%	0,40%
% IR	10,00%	10,00%	10,00%
% CPMF	0,20%	0,20%	0,20%
Dias de rentabilidade	30	30	30

Fonte: ANBID

Como podemos ver no gráfico 2.1 a indústria de fundos passou por dois momentos distintos no ano de 1997, o primeiro semestre foi de crescimento, e o segundo uma tendência de queda até dezembro. O aumento do Patrimônio Líquido foi na faixa de 11%.

A fase de crescimento foi rica na difusão de novas práticas, inovações e especializações em diversas tarefas envolvidas na administração de fundos : custódia, back office, administração de carteira e colocação de cotas.

O aumento da especialização e gestão de fundos, assim como a maioria das áreas a ela ligadas nas instituições financeiras, acabou por dar margem a um processo gradual de separação da administração de fundos de outras atividades dentro de uma mesma instituição. Este processo até corria naturalmente no mercado, acabou por tornar-se norma quando o BC através da resolução nº 2.451 tornou obrigatória a criação de uma área específica segregada das demais para administração dos fundos de investimento

O aumento da especialização dos fundos refletiu-se também no aumento do número de FACs, que por sua própria natureza são utilizados apenas para a captação de recursos, aplicando em FIFs. De dezembro de 1996 a dez de 1997 o número de FACs aumentou 25% superando o crescimento dos FIFs, que ficaram em 22%.

Tabela 2.4

Mês	Captação Líquida		
	Fundos	CDB	Poupança
Out/97	-3.321	7.468	302
Nov/97	-10.226	6.098	4.297
Dez/97	-7.317	4.802	2.495
Jan/98	-2.822	6.868	887
Fev/98	1.645	3.559	-3.183
Mar/98	2.969	-7.149	-1.566

Fonte: ANBID

III.3- A evolução da indústria no ano de 1998

Os fundos de investimento voltaram a apresentar uma captação líquida positiva no mês de fevereiro, R\$3 bilhões, depois de 6 meses de captações negativas. Entre agosto/97 e janeiro/98 as saídas somaram R\$ 29,5 bilhões. Vários foram os fatores que influenciaram

esse comportamento, dentre os quais a crise asiática e seus desdobramentos. Diante deste cenário, a instabilidade as aplicações foram desviadas para outras modalidades (Tabela 2.4).

No início de 1998 a indústria continuou apresentando queda de patrimônio. Após a turbulência os fundos retomaram o crescimento.

No segundo semestre de 1998 o Brasil é afetado pela situação macroeconômica mundial; em agosto a Rússia decretou moratória, que tornou mais sensível a situação externa internacional. A crise a partir de agosto passou a atingir mais o país, em setembro ocorreu a saída de recursos de US\$ 18,8 bilhões. A indústria de fundos no mês de agosto e setembro sofreu uma captação líquida negativa de R\$ 15,6 bilhões. A magnitude dos recursos foi similar à verificada em novembro de 1997.

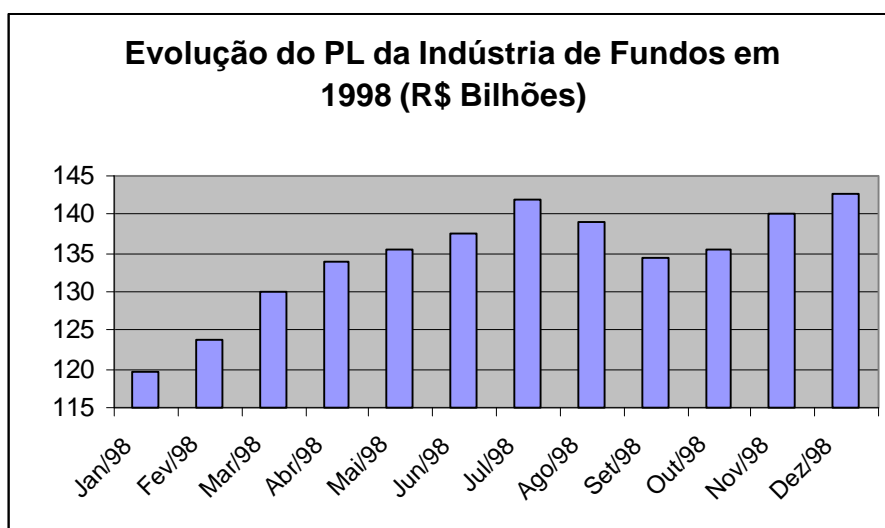


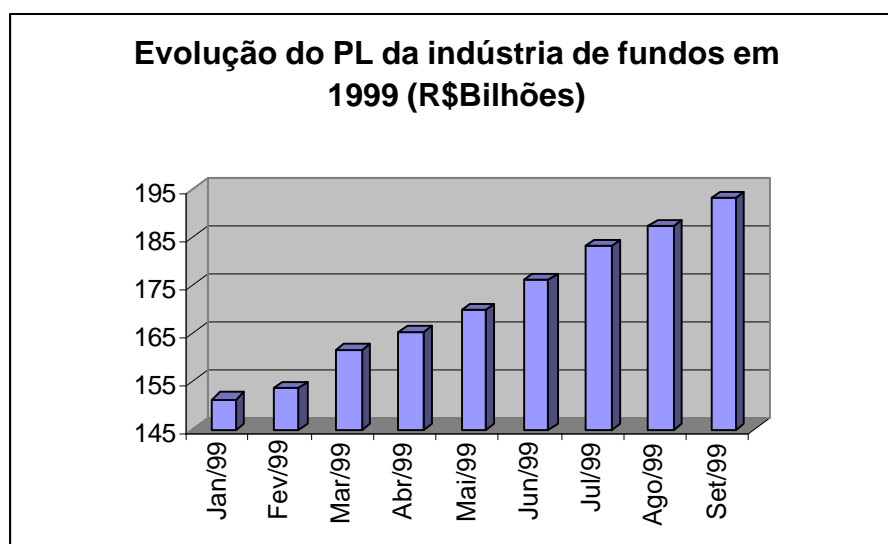
Gráfico 2.3

Fonte: ANBID

IV- AS RECENTES MUDANÇAS NA LEGISLAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS E SUAS CONSEQUENCIAS

No ano de 1999 a indústria de fundos aumentou em 29,4% do volume de investimentos de janeiro/99 até setembro de 1999. O número de fundos aumentou de 2.479 em janeiro para 2.764.

Gráfico 3.1



Fonte: ANBID

A indústria de fundos no ano de 1999 é marcado pela Circular do BACEN N°2.906 de junho de 1999, que modificou o formato da indústria, aumentando a competitividade na medida que os fundos terão que oferecer melhores condições para os cotistas. Agora os investidores tem mais liberdade para decidir como, quando e por quanto tempo aplicar seus recursos.

As mudanças de junho, entraram em vigor no dia 2 de agosto, afetando duas características fundamentais dos fundos de investimentos:

- Liquidez das aplicações

De acordo com as novas regras as cotas dos fundos de investimento puderam ser resgatadas a qualquer tempo, sem perda de rendimento. A Circular eliminou, também a exigibilidade de depósitos compulsórios por parte dos Fundos de Investimento Financeiro. Na prática estas duas alterações permitiram que os fundos passassem a ter liquidez diária para resgate, sem obrigatoriedade de congelar parte de seu patrimônio líquido em depósitos compulsórios sem remuneração. Com isso os administradores puderam usar 100% dos recursos disponíveis para realizar aplicações remuneradas.

Com isso, espera-se o desaparecimento de uma série de fundos, os quais se distinguiam de outros da mesma instituição apenas por uma questão de prazo. A estimativa é de que um terço dos 2.500 fundos irão ser absorvidos.

- Tributação dos rendimentos

De acordo com a Portaria MF N° 264, de 30 de junho de 1999, os resgates de todas as aplicações financeiras de renda fixa, inclusive as cotas dos Fundos de Investimento Financeiro, cujas aplicações tenham sido realizadas a partir de 1 de junho de 1999, e cujo o prazo de

aplicação e resgate era inferior a 30 dias, estavam sujeitos a incidência de IOF, imposto sobre operação financeira. A alíquota é de 1% ao dia contados entre as datas de aplicação e resgate, e é limitada a um percentual sobre o rendimento nominal da aplicação. Este percentual é decrescente ao longo de 30 dias. No 30º dia a alíquota é zero. A tabela abaixo mostra a incidência do IOF em 30 dias corridos.

Na prática, mesmo as aplicações tendo passado a ter liquidez diária, o IOF penaliza resgates de curtíssimo prazo.

Tabela 3.1 Regressiva do IOF (Aplicações Financeiras de Curto Prazo)

Número de dias corridos da apl.	Limite tributável do Inv. (%)	Número de dias corridos da apl.	Limite tributável do Inv. (%)
1	96	16	46
2	93	17	43
3	90	18	40
4	86	19	36
5	83	20	33
6	80	21	30
7	76	22	26
8	73	23	23
9	79	24	20
10	66	25	16
11	63	26	13
12	60	27	10
13	56	28	6
14	53	29	3
15	50	30	0

Fonte: SRF/ ME.

Quanto ao imposto de renda, a partir do momento que os fundos passassem a ter liquidez diária, o IRF passava a ser cobrado no último dia de cada mês ou na data do resgate, o que ocorresse primeiro. A alíquota de IR continuava sendo 20% sobre os ganhos nominais.

Os fundos ainda sofriam a incidência da CPMF de 0,38%, pago na data de aplicação, posição igualada aos demais títulos com a vantagem de uma menor movimentação da CPMF.

- Os fundos de renda variável

A Comissão de valores mobiliários CVM, anunciou a nova legislação para os fundos de renda variável, que passou a vigorar em 8 de agosto. As novas regras vão desde de limitações na cobrança da taxa de performance, à exigências relacionadas ao patrimônio das carteiras, passando de obrigações mais rígidas para que os cotistas sejam mais bem informados sobre suas aplicações. O objetivo é busca uma maior transparência da indústria de fundos

Uma importante mudança na indústria foi a ampliação do grau de liberdade para as instituições, os gestores agora estão mais livres para exercitarem sua imaginação, seu marketing de venda e eficácia operacional.

Na prática muitas instituições transformaram seus fundos para curto prazo, e procuram oferecer "serviços" diferenciados como: devolução da CPMF depois um período de aplicação, taxas de administração mais baixas. Aumentando as opções e a competitividade da indústria, criando melhores condições de investimento.

As novas regras não representam um retorno ao sistema que vigorava em 1994, uma vez que hoje há muito mais maneiras de se investir em fundos. Podem ser de renda fixa pré ou pós fixados, fundos cambiais, capital garantido, ações, carteira livre, FIEEX, off shore e carteiras mistas ou derivativos subdivididos em conservadores, moderados ou agressivos. Cada um deles com uma proposta diferente de rentabilidade e risco.

O Banco Central pretende ano que vem, estabelecer novos critérios para classificar os FIF's de acordo com o risco de suas carteiras. Pelas normas vigentes os fundos são divididos em conservadores, moderados e agressivos (riscos 1, 2 e 3), de acordo com o valor líquido das posições mantidas no mercado derivativos: até uma vez, entre uma e três vezes ou mais de três vezes do valor respectivo do patrimônio líquido. Na primeira e mais baixa faixa de risco (até uma vez o patrimônio líquido) estão os conservadores. Na segunda os moderados e na terceira os agressivos.

A nova idéia é estabelecer critérios em que os papéis federais seriam classificados como objetos de risco zero, enquanto os títulos de emissões privadas seriam tidos como tendo 100% de risco, quando alocados nas carteiras de investimento. A distinção entre as aplicações se daria pela maior ou menor presença desses papéis privados nas carteiras dos fundos.

Fundos de investimento que tivessem até 20% do seu patrimônio líquido total em papéis privados seriam classificados como de nota A, enquanto carteiras com até 50% em títulos privados teriam nota B e os mais de 50% seriam classificados como C.

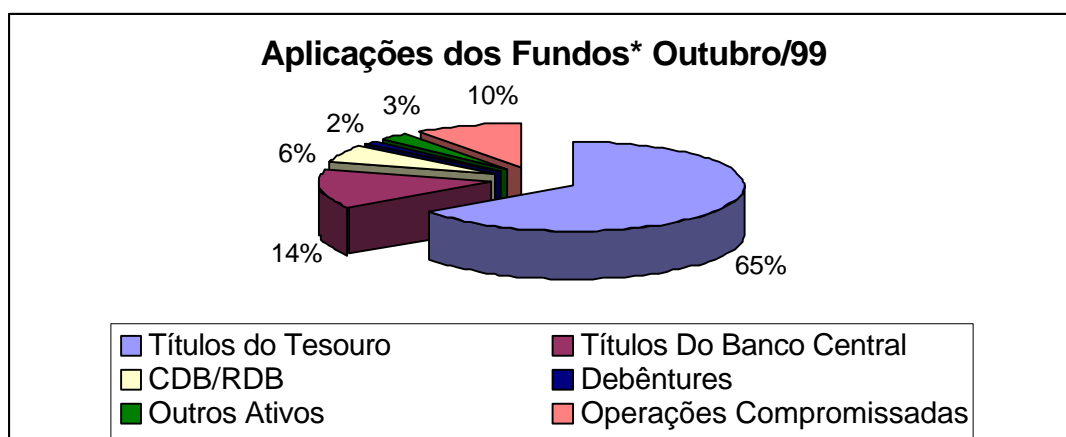
III.1. Os efeitos das mudanças na carteira dos fundos de investimento

Os fundos de renda fixa aumentaram a alocação de seus recursos em papéis privados como "commercial paper", debêntures e CDB. Os prêmios pagos pelos títulos federais estão diminuindo, o que torna os papéis do setor privado mais atraentes. Enquanto um título prefixado do governo paga cerca de 102,5% do CDI, uma debênture, por exemplo, paga 105% do CDI. Mas em compensação os títulos públicos possuem uma maior liquidez no mercado.

A explicação para as taxas de retorno menores dos títulos do governo se dá devido a uma melhoria no cenário político e econômico, e pelo aumento da liquidez no sistema financeiro, decorrente da redução das alíquotas do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, e principalmente sobre os fundos de investimento (nova legislação).

Mesmo com o crescimento dos papéis do setor privado, os títulos públicos continuam representando 65% do composição de carteira dos FIF e FAC.

Gráfico 3.2



Fonte: Gazeta Mercantil

*:Aplicações de FIF e FAC.

O efeito das crises: da Rússia e do Brasil, no início do ano, pode ser visto comparando o perfil do mercado aberto brasileiro entre 1997 e setembro de 1999, houve um aumento da emissão de títulos pós-fixados e cambiais e uma diminuição significativa dos pré-fixados. Esse aumento é repassado para as carteiras dos fundos, que aumentaram suas posições em títulos cambiais e pós-fixados.

O mercado primário de títulos públicos busca oferecer títulos de maior prazo, com rentabilidade pré-fixada, mediante a proposta "firme" de compra, com isso o governo pretende alongar o perfil da dívida brasileira.

IV. O PLANO REAL E A REMONETIZAÇÃO DA ECONOMIA

O Plano Real foi criado no governo de Itamar Franco através da medida provisória de 30 de junho de 1994, foi o mais eficiente plano de estabilização da economia brasileira, pois conseguiu baixar a inflação de 50% ao mês para uma inflação de 1,7% nos primeiros 6 meses de 1995. Há quase 25 anos que o Brasil não experimentava taxas tão baixas de inflação para o período janeiro- junho. Dando continuidade ao plano de estabilização Fernando Henrique Cardoso foi eleito no primeiro turno.

O Plano Real conseguiu dominar a inflação sem congelamento de preços ou confisco de depósitos bancários. Foi criada uma unidade de valor fictícia chamada URV, unidade real de valor, que faria a desindexação da economia. A URV foi introduzida em 28 de fevereiro de 1994, em uma paridade fixa com o dólar, ou seja: Cr\$ 647,50, o valor nominal seria reajustado pela média dos índices de preços da economia diária. O Banco Central estava instruído a vender dólares toda vez que o preço em cruzeiros reais alcançasse uma URV.

A criação da URV proporcionou aos agentes econômicos uma fase de transição rumo à estabilidade de preços e restaurou uma das funções básicas da moeda destruída pela inflação: a de unidade de conta estável para denominar contratos e de mais obrigações.

A medida provisória que criou a URV estabeleceu que todos os novos contratos teriam que ser fixados em termos de URV. Os contratos antigos também poderiam ser fixados em

URV, se as duas partes concordassem. O objetivo desta fase foi desindexar a economia, fazendo todos os agentes contarem os seus preços em URV, restituindo assim a noção de preços relativos.

Com o fim da URV houve a introdução da moeda “inteira” o Real. Na realidade a URV era o Real com uma denominação diferente. Para demonetizar os Cruzeiros Reais no momento que o Real foi introduzido, as notas de Cruzeiros Reais foram trocadas, a partir de 1º de Julho, sob a taxa fixa de CR\$ 2.750,00 por Real. A transição da economia para o novo padrão monetário foi efetivada.

A pressão de demanda por moeda, como consequência natural da monetização foi muito forte nos 3 primeiros meses do Plano Real (Tabela 4.3). Houve uma expansão do crédito e um boom de consumo principalmente de bens duráveis, gerando um aumento nos casos de inadimplência, o governo em contrapartida impôs restrições creditícias a partir de maio de 1995. Mas já em janeiro 1995, a base monetária apresentou uma tendência de queda até maio de 1995. Na tabela 2.3 podemos ver, que o processo de remonetização foi mais forte no início do Plano Real, nos meses seguintes este processo apresentou uma tendência de queda até 1998, só aumentando nos meses de dezembro, época do Natal, que as pessoas precisam ter mais "dinheiro no bolso" para suas despesas. Nos anos de 1998 e 1999, a base monetária continuou muito baixa (Tabela 4.2.1) representando apenas 2% do PIB.

A manutenção das regras dos fundos de investimento até o final de 1995, ou seja um ano e meio após a implementação do Real, retardou a recomposição da moeda, uma vez que permite a sobrevivência de um substituto próximo da moeda mesmo numa economia sem inflação.

Com a inflação alta houve uma fuga da moeda (M1), para moeda indexada, as pessoas aplicavam seu dinheiro em produtos bancários; como os fundos, que remuneravam a correção monetária mais uma taxa de juros. Ao contrário dos outros planos, o governo no Plano Real, manteve a moeda indexada até não haver mais sua necessidade, uma vez que a economia estava estável.

Através da Circular nº 2.183 de 21/07/1995, o Banco Central modificou a legislação dos fundos retirando a liquidez da indústria através da introdução de altos compulsórios nos fundos mais líquidos. A introdução dos compulsórios foi uma maneira do governo recuperar a receita de senhoriagem perdida com o fim da inflação.

Se examinarmos a tabela 4.1. podemos ver uma diferença significativa na relação M1/M4, entre dez/96 e dez/97, o M1 passou de 9,3% para 12,1% do M4. Isso se deu por causa da CPMF que tornou inviável aplicações de pequena liquidez, os recursos destas aplicações migraram para depósitos a vista aumentando o M1. Analisando a coluna FAF, FIF-CP, FRF-CP podemos ver que durante este mesmo período esses fundos sofreram uma grande redução na participação do M4 passando de 7,1% para apenas 1,6% do M4. O M1 no Brasil é 4,7% do PIB, enquanto em países como os EUA é cerca de 13% do PIB.

O governo recentemente, em julho de 1999, instituiu novas medidas regulatórias para os fundos de investimentos financeiros, que retiraram os compulsórios dos fundos de curto prazo. Isso pode ser visto perfeitamente se examinarmos a tabela 4.1 em julho de 1999 os FIF de curto prazo representavam apenas 1,2% do M4, e em agosto de 1999 este número aumentou para 22,5% do M4. Na tabela entre julho e agosto de 1999, houve uma grande diminuição (de 45,7% para 26,7%) nos títulos federais em poder do público, pois esses títulos excluem os títulos em carteira dos FIF de curto prazo.

Tabela 4.1

Fim de Período	Participação percentual										
	M1	FAF, FIF-CP e FRF-CP	Depósitos Especiais Remunerados (DER)	Títulos federais em poder do público ^{1/}	Títulos estaduais e municipais em poder do público ^{1/}	M2	Depósitos de poupança	M3	Títulos privados ^{2/}	M4	
1994 Dez	13,0	5,4	1,9	17,1	4,0	41,4	25,7	67,1	32,9	100,0	
1995 Dez	11,4	5,3	0,0	22,6	3,6	42,8	25,4	68,1	31,9	100,0	
1996 Dez	9,3	7,1	0,0	31,9	3,5	51,7	22,4	74,1	25,9	100,0	
1997 Dez	12,1	1,6	-	35,7	2,2	51,6	24,7	76,3	23,7	100,0	
1998 Jan	10,8	1,8	-	35,8	2,2	50,6	25,1	75,7	24,3	100,0	
Fev	10,6	1,8	-	36,7	2,1	51,1	24,2	75,3	24,7	100,0	
Mar	10,1	1,8	-	38,2	2,0	52,0	23,3	75,3	24,7	100,0	
Abr	10,1	1,9	-	39,0	1,9	52,9	23,2	76,1	23,9	100,0	
Mai	10,0	1,9	-	39,5	1,8	53,2	22,9	76,1	23,9	100,0	
Jun	10,2	1,8	-	39,4	2,1	53,5	22,9	76,4	23,6	100,0	
Jul	10,0	1,8	-	40,3	2,0	54,2	22,9	77,0	23,0	100,0	
Ago	10,1	1,8	-	40,2	2,1	54,2	23,1	77,3	22,7	100,0	
Set	10,4	1,8	-	38,8	2,0	53,0	24,3	77,4	22,6	100,0	
Out	10,0	1,7	-	39,2	2,1	53,1	24,4	77,5	22,5	100,0	
Nov	10,4	1,8	-	40,1	2,1	54,4	24,0	78,4	21,6	100,0	
Dez	11,2	1,6	-	40,7	2,1	55,6	23,7	79,3	20,7	100,0	
1999 Jan	10,8	1,6	-	42,0	2,0	56,4	23,4	79,8	20,2	100,0	
Fev	10,1	1,6	-	42,2	1,9	55,8	23,4	79,1	20,9	100,0	
Mar	9,5	1,4	-	42,7	1,9	55,6	23,3	78,9	21,1	100,0	
Abr	9,2	1,4	-	43,6	2,0	56,1	23,3	79,4	20,6	100,0	
Mai	9,1	1,3	-	44,1	2,0	56,5	23,1	79,7	20,3	100,0	
Jun	9,2	1,2	-	45,1	2,0	57,5	22,4	80,0	20,0	100,0	
Jul	9,4	1,2	-	45,7	2,2	58,5	22,2	80,7	19,3	100,0	
Ago	9,3	22,5	-	26,7	2,1	60,6	21,6	82,2	17,8	100,0	

1/ Exclui títulos em carteira do Banco Central do Brasil, dos FAF, dos FRF-CP, dos FIF-CP e de instituições financeiras.

2/ Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto aqueles em poder dos fundos de aplicação financeira, dos fundos de investimento financeiro de curto prazo, dos fundos de renda fixa de curto prazo e em carteira das instituições financeiras.

Tabela 4.2.1

II.8 - Base monetária e meios de pagamento (M4)										
Percentagem dos saldos em fim de período em relação ao PIB ^{1/}										
Período	Base monetária			M1			FAF, FIF-CP e FRF-CP		Depósitos Especiais Remunerados (DER)	Participação percentual
	Papel-moeda emitido	Reservas bancárias	Total	Papel-moeda em poder do público	Depósitos à vista	Total				
1994 Dez	1,9	1,5	3,4	1,7	2,7	4,3	1,8		0,6	
1995 Dez	2,0	1,2	3,2	1,8	2,4	4,2	1,9		0,0	
1996 Dez	2,1	0,3	2,4	1,9	1,8	3,7	2,8		0,0	
1997 Dez	2,3	1,3	3,6	2,0	3,3	5,3	0,7		-	
1998 Jan	2,0	1,5	3,4	1,7	3,0	4,8	0,8		-	
Fev	1,9	1,3	3,2	1,7	3,1	4,8	0,8		-	
Mar	1,8	1,5	3,3	1,6	3,1	4,7	0,8		-	
Abr	1,9	1,5	3,4	1,7	3,0	4,7	0,9		-	
Mai	1,9	1,5	3,4	1,7	3,0	4,7	0,9		-	
Jun	1,9	2,2	4,1	1,7	3,2	4,9	0,9		-	
Jul	2,0	1,7	3,6	1,7	3,1	4,9	0,9		-	
Ago	2,0	1,9	3,9	1,7	3,2	4,9	0,9		-	
Set	2,0	1,5	3,5	1,8	3,1	4,9	0,9		-	
Out	2,1	1,5	3,7	1,9	2,9	4,8	0,8		-	
Nov	2,2	2,2	4,4	1,9	3,2	5,1	0,9		-	
Dez	2,7	1,6	4,3	2,3	3,2	5,6	0,8		-	
1999 Jan	2,3	2,0	4,2	2,0	3,3	5,3	0,8		-	
Fev	2,2	1,7	3,9	2,0	3,0	5,0	0,8		-	
Mar	2,1	1,7	3,8	1,8	2,8	4,7	0,7		-	
Abr	2,0	1,7	3,7	1,8	2,7	4,5	0,7		-	
Mai	2,0	2,2	4,1	1,7	2,8	4,5	0,7		-	
Jun	2,0	1,4	3,4	1,7	2,9	4,6	0,6		-	
Jul	2,0	2,1	4,1	1,8	2,9	4,7	0,6		-	
Ago	2,0	1,4	3,3	1,7	3,0	4,7	11,4		-	

Continua abaixo:

Tabela 4.2.2

II.8 - Base monetária e meios de pagamento (M4)							
Percentagem dos saldos em fim de período em relação ao PIB ^{1/}							
<small>(continuação)</small>							
Período	Títulos federais em poder do público ^{2/}	Títulos estaduais e municipais em poder do público ^{2/}	M2	Depósitos de poupança	M3	Participação Percentual	
						Títulos privados ^{3/}	M4
1994 Dez	5,7	1,4	13,9	8,6	22,4	11,0	33,4
1995 Dez	8,3	1,4	15,7	9,3	25,1	11,7	36,7
1996 Dez	12,7	1,4	20,6	8,9	29,5	10,3	39,8
1997 Dez	15,7	1,0	22,7	10,9	33,6	10,4	44,0
1998 Jan	15,9	1,0	22,4	11,1	33,5	10,8	44,3
Fev	16,6	1,0	23,1	10,9	34,0	11,2	45,2
Mar	17,7	0,9	24,1	10,8	34,9	11,4	46,4
Abr	18,1	0,9	24,6	10,8	35,4	11,1	46,5
Mai	18,6	0,8	25,0	10,8	35,8	11,2	47,0
Jun	18,8	1,0	25,5	10,9	36,4	11,2	47,6
Jul	19,6	1,0	26,3	11,1	37,4	11,1	48,6
Ago	19,5	1,0	26,4	11,2	37,6	11,0	48,6
Set	18,2	1,0	24,9	11,4	36,3	10,6	46,9
Out	18,7	1,0	25,3	11,6	37,0	10,7	47,7
Nov	19,7	1,1	26,8	11,8	38,6	10,6	49,2
Dez	20,3	1,0	27,7	11,8	39,5	10,3	49,8
1999 Jan	20,8	1,0	28,0	11,6	39,6	10,0	49,6
Fev	20,6	1,0	27,3	11,4	38,7	10,2	49,0
Mar	20,9	1,0	27,3	11,4	38,6	10,3	49,0
Abr	21,4	1,0	27,6	11,4	39,1	10,2	49,2
Mai*	22,0	1,0	28,2	11,5	39,7	10,1	49,8
Jun*	22,8	1,0	29,0	11,3	40,4	10,1	50,5
Jul*	22,9	1,1	29,4	11,1	40,5	9,7	50,2
Ago*	13,5	1,1	30,8	11,0	41,7	9,0	50,8

Fonte : BCB, Ipea

1/ PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado (deflator : IGP-DI), tendo como base a série publicada pelo IBGE.

2/ Exclui títulos em carteira do Banco Central do Brasil, dos FAF, dos FRF-CP, dos FIF-CP e de instituições financeiras.

3/ Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto aqueles em poder dos fundos de aplicação financeira, dos fundos de investimento financeiro de curto prazo, dos fundos de renda fixa de curto prazo e em carteira das instituições financeiras.

Tabela 4.3/ Fonte: FGV

Período	Base Monetária		
	Média de Saldos R\$ milhões	Variação %	
		No mês	Em 12 meses
Jan/94	542	12	2256,5
Fev/94	748	38	2670,4
Mar/94	938	25,4	2742,4
Abr/94	1333	42,1	3151,2
Mai/94	1921	44,1	3666,7
Jun/94	2924	52,2	4264,2
Jul/94	6495	122,1	7365,5
Ago/94	9070	39,6	8298,1
Set/94	11233	23,8	7810,6
Out/94	12835	14,3	6584,9
Nov/94	14010	9,2	5227
Dez/94	17265	23,2	3467,1
Jan/95	16863	-2,3	3011,3
Fev/95	15801	-6,3	2012,4
Mar/95	15661	-0,9	1569,6
Abr/95	14535	-7,2	990,4
Mai/95	14433	-0,7	651,3
Jun/95	14666	1,6	401,6
Jul/95	15382	4,9	136,8
Ago/95	14981	-2,6	65,2
Set/95	15019	0,3	33,7
Out/95	16262	8,3	26,7
Nov/95	16743	3	19,5
Dez/95	20746	23,9	20,2
Jan/96	20510	-1,1	21,6
Fev/96	18478	-9,9	16,9
Mar/96	18028	-2,4	15,1
Abr/96	17442	-3,3	20
Mai/96	17605	0,9	22
Jun/96	17499	-0,9	19
Jul/96	17699	1,4	15,1
Ago/96	16846	-4,8	12,4
Set/96	17243	2,4	14,8
Out/96	17653	2,4	8,6
Nov/96	16859	-4,5	0,7
Dez/96	20106	19,3	19,3
Jan/97	20620	2,6	0,5
Fev/97	22610	9,7	22,4
Mar/97	24697	9,2	37
Abr/97	24672	-0,1	41,5
Mai/97	24450	-0,9	38,9
Jun/97	24707	1,1	41,6
Jul/97	25794	4,4	45,7
Ago/97	24986	-3,1	48,3
Set/97	26151	4,7	51,7
Out/97	26656	1,9	51,0
Nov/97	26017	-2,4	54,3
Dez/97	32283	24,1	60,6

V. CONCLUSÃO

A indústria de fundos tem evoluído muito nos últimos anos, o patrimônio líquido saltou de R\$ 61,9 bilhões em dezembro de 1995, para R\$ 193 bilhões em setembro de 1999. Os fundos de investimento sofreram duas grandes mudanças no ano de 1995 e 1999, que ocorreram para que os fundos se enquadrassem às políticas econômicas do governo durante o Plano Real. Os fundos não são instrumentos, nem costumam fazer parte dos objetivos de política monetária, eles refletem as políticas e estratégias definidas pelo Banco Central.

A primeira grande mudança ocorrida em julho de 1995, tinha como objetivo adequar a indústria dos fundos de investimento à política do governo de monetização da economia.

O reduzido grau de monetização (razão base monetária/PIB) de 1,5% da economia brasileira em 1994, era um reflexo do violento processo de inovação financeira, que ocorreu em resposta a escalada inflacionária. A demanda por liquidez era em grande parte atendida por ativos que não a base monetária. Entre estes estavam os fundos de investimentos que ofereciam uma forma segura de investimento assegurando uma rentabilidade superior a inflação e uma liquidez diária.

As inovações financeiras representam um papel importante na baixa monetização da economia. Hoje qualquer pessoa que quer investir tem fácil acesso a informações sobre os produtos financeiros, não só através de jornais especializados, mas através da internet, pela rede já é possível fazer aplicações nos mais diversos ativos financeiros através do sistema online, que

atrai hoje milhares de pequenos e médios investidores individuais. As facilidades de transferência via computador, telefone e fax fazem com que a velocidade de transações aumente e a necessidade de moeda diminua, uma vez que os ativos são de muito fácil conversibilidade.

O Plano Real alcançou a estabilização econômica, o governo conseguiu reduzir a inflação mensal de 50% para apenas 2% ao mês. Mas a legislação dos fundos permaneceu intacta por mais de um ano, só vindo a mudar em julho de 1995. Com isso os fundos deixaram de ser um substitutos da moeda na medida que o Banco Central instituiu que as aplicações de menor prazo sofreriam o ônus do compulsório. Mesmo com essa modificação na indústria de fundos, a monetização da economia ainda é muito pequena se compararmos com países desenvolvidos. Atualmente a base monetária representa apenas 3% do PIB, (agosto 3,3%) não se aproximará dos níveis alcançados por economias estáveis com os EUA. Principalmente por causa das inovações financeiras que já fazem parte dos hábitos de aplicação das pessoas.

A partir do segundo semestre o Brasil adotou o modelo de inflation targeting, assim por lei o Banco Central tem a obrigação de usar todos os instrumentos necessários de política monetária para cumprir essas metas. Com a adoção do câmbio flutuante, não há mais tanta preocupação com o controle da taxa de juros e seus efeitos sobre o câmbio, o governo abandonou explicitamente as metas monetárias.

O Banco Central instituiu a segunda mudança na legislação e fundos tornando-a mais moderna, dinâmica e competitiva. É como se ele tivesse instituído uma volta as antigas condições pré-Real na medida que retirou o compulsório dos fundos de curto prazo e

adotou a incidência do IOF, o FIF de curto prazo passou a ter a "cara" do antigo fundo "campeão" de recursos da antiga legislação, o fundo commodities, na medida que possui uma "carência" de 28 dias causada pelo IOF decrescente.

Uma das razões do governo ter feito essa reformulação na indústria de fundos é que com a retirada do compulsório há a diminuição da taxa de spread do juros bancário e do custo do crédito da economia. A diminuição do spread bancário estimula o mercado de capitais, aumentando o investimento, o nível de poupança e o nível de produto. A diminuição do compulsório injeta liquidez na economia, diminuindo o custo do crédito, com esse aumento de crédito os bancos tem a opção de aumentar os empréstimos para o setor público e para o setor privado. Como a dívida do governo cresceu de 35% do PIB em janeiro de 1998 para 50% do PIB outubro de 1999, a mudança na legislação pode ser uma tentativa do governo de oferecer títulos de prazo mais longo, assim conseguindo financiar a dívida de uma forma mais barata.

A maior parte da carteira dos fundos é composta por títulos públicos (exceto os fundos de ações). O Banco Central no ano que vem pretende adotar a classificação de risco dos fundos, de acordo com a composição dos títulos públicos na carteira, quanto mais título menor o risco. Como os fundos são grandes demandantes de títulos do governo, a liberação do compulsório faz com que os fundos possam aumentar o volume de títulos em suas carteiras. Mais uma vez a mudança da legislação dos fundos teve o objetivo de adequá-los as políticas e estratégias do governo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBID, Fundos de Investimento- Várias publicações

BACEN. Circular N° 2028, N° 2062, N° 2205, N° 2432 N° 2616, N° 2594 e N° 2906.

BACEN. Resolução N°2183.

CARNEIRO, Dionísio Dias. "A Política monetária e a remonetização pós Real".

Departamento de Economia da PUC, Texto para Discussão n° 351,1995.

CASTRO, Cláudio de Moura. "Estrutura e Apresentação de Publicações Científicas"

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, Conjuntura Econômica. Várias publicações

CVM. Revista da CVM. Várias publicações

CVM. Instrução N°215 de 1994; N°237de 1995; N°302 de 1999; N°303 de 1999 e N°304 de 1999.

DARCY, Sérgio. "BC adia nova regra de fundo de renda fixa". Gazeta Mercantil de 22 de outubro de 1999.

FRANCO, Gustavo. "The Real Plan". Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão 354, abril 1996.

GUIMARÃES, Luís Sérgio. "Novas regras para velhos problemas". Investidor Individual. Maio de 1999.

INVESTIDOR INDIVIDUAL, Ponto de Vista Editorial Ltda. Vários Volumes.

IZAGUIRRE, Monica. "Renda fixa terá nova classificação". Gazeta Mercantil. 30 de julho de 1999.

MISHKIN, Frederick. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets". Harper Collins, Nova York 1994.

TEIXEIRA, Michelly e Galindo, Patrícia. "Liquidez aumenta captação de fundo". Gazeta Mercantil. 11 de agosto de 1999.

SOUZA, Leonardo. "Cresce a procura por papéis privados entre fundos". Gazeta Mercantil de 14 de outubro de 1999.

ZAGURY, Isac. "Novo Perfil do Mercado Aberto Brasileiro". Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Novembro/1999.