

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

MATEUS BRAGA SOARES

Nº DA MATRÍCULA: 2010848

**OS RISCOS DAS TAXAS DE JUROS SOBRE DIFERENTES POLÍTICAS
MONETÁRIAS PARA OS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

ORIENTADOR: WALTER NOVAES

DEZEMBRO DE 2023

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

MATEUS BRAGA SOARES

Nº DA MATRÍCULA: 2010848

**OS RISCOS DAS TAXAS DE JUROS SOBRE DIFERENTES POLÍTICAS
MONETÁRIAS PARA OS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

ORIENTADOR: WALTER NOVAES

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

DEZEMBRO DE 2023

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

AGRADECIMENTOS

Aos meus familiares, pela confiança, incentivo e suporte dado ao longo desta trajetória.

Aos meus amigos, pelas inúmeras memórias construídas.

Ao corpo docente do Departamento de Economia da PUC-Rio, pelo seu ensino de excelência.

Aos professores Vinicius Carrasco, Stefan Alexander e Francisco Müssnich pela tutela acadêmica e apresentação de conceitos e ideias cruciais para o meu desenvolvimento pessoal e profissional.

Ao meu orientador, Walter Novaes por todo suporte e interações durante este projeto.

"The best thing a human being can do is to help another human being know more." – Charles Munger

"It's not given to human beings to have such talent that they can just know everything about everything all the time. But it is given to human beings who work hard at it - who look and sift the world for a mispriced bet - that they can occasionally find one. And the wise ones bet heavily when the world offers them that opportunity. They bet big when they have the odds. And the rest of the time they don't. It's just that simple." – Charles Munger

"Memories, even your most precious ones, fade surprisingly quickly. But I don't go along with that. The memories I value most, I don't ever see them fading." – Kazuo Ishiguro, Never Let me Go

"What is a game?" Marx said. "It's tomorrow, and tomorrow, and tomorrow. It's the possibility of infinite rebirth, infinite redemption. The idea that if you keep playing, you could win. No loss is permanent, because nothing is permanent, ever." – Gabrielle Zevin, Tomorrow, and Tomorrow and Tomorrow

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	8
1.1. Contexto.....	8
1.1.1. A história e conceito de investimento.....	8
1.1.2. Investimento em Fundos de Investimento no Brasil.....	8
1.2. Análise e Metodologia.....	9
1.3. Resultados Principais.....	9
1.4. Organização das Secções.....	10
2. BANCO DE DADOS.....	11
2.1. Introdução à seção.....	11
2.2. Dados ANBIMA.....	11
2.3. CDI.....	12
2.4. Ajustes e amostra selecionada.....	12
3. O EFEITO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA CAPTAÇÃO LÍQUIDA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	15
3.1. Introdução à Seção.....	15
3.2. O Modelo.....	15
3.3. Contexto econômico.....	23
4. CONCLUSÃO.....	26
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	27

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Patrimônio Líquido por Classe de Ativo, 2006-2022.....	13
Gráfico 2 – Patrimônio Líquido como % do Total <i>versus</i> CDI, 2006-2022.....	16
Gráfico 3 – Regressões do Patrimônio Líquido das Classes como % do Total <i>versus</i> Meta SELIC, janeiro de 2016 – setembro de 2023.....	18
Gráfico 4 – Meta SELIC e Taxa OD1, janeiro de 2016 – setembro de 2023.....	20
Gráfico 5 – Regressões do Patrimônio Líquido das Classes como % do Total <i>versus</i> OD1, janeiro de 2016 – setembro de 2023.....	21
Gráfico 6 – Evolução do número total de contas, 2006-2022.....	25

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Patrimônio Líquido e CDI, 2006-2022.....	14
---	----

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto

1.1.1. A história e conceito de investimento

Investimento é tão simples quanto o ato de renunciar a um capital com a expectativa de obter um ganho no futuro. É uma prática antiga, apesar da sofisticação, conceitos e metodologias novas, trazidas principalmente a partir da evolução dos setores econômicos e financeiros. Desde os primórdios da civilização, diversas formas de investimento têm sido praticadas – desde trocas de sementes para fins de diversificação de riscos pelos agricultores do Egito Antigo a operações de investimento em ações e títulos públicos, impulsionadas pelo desenvolvimento do mercado de capitais no século XX.

Os mercados de capitais são fundamentais para alocar recursos de poupadores para empreendedores com oportunidades de investimento. Sem os mercados de capitais desenvolvidos, empreendedores poderiam deixar de levar adiante projetos que contribuem para o desenvolvimento do país.

Obviamente, há custos na operação dos mercados de capitais – profissionais qualificados precisam ser contratados e um vasto sistema de informações necessita ser implementado. Ainda assim, os custos desses sistemas são significativamente menores do que cada investidor precisaria incorrer caso buscasse oportunidades de investimento por conta própria. Agregar esses custos administrativos em um *pool* de investidores é a principal razão dos chamados fundos de investimentos – veículos financeiros responsáveis pela alocação de recursos de terceiros (cotistas), de acordo com a respectiva política do fundo.

Há uma vasta literatura sobre fundos em Finanças, mas pouco tem sido analisado a respeito da interação entre políticas monetárias, estratégias de gestores de fundos e seus clientes. Contribuir para este entendimento é o principal objetivo deste estudo.

1.1.2. Investimento em Fundos de Investimento no Brasil

Os primeiros passos na criação dos fundos de investimento no Brasil foram dados com a promulgação da Lei 1.422, em 1939, que introduziu a figura do Condomínio de Capitais, em que

permitia a reunião de recursos de diversos investidores para serem administrados por uma única instituição financeira em um fundo comum. Durante o período de inflação alta especialmente nas décadas de 1960 e 1970, os chamados Fundos de Investimentos Financeiros (FIFs) ganharam notoriedade por terem como principal objetivo proteger os investidores da desvalorização da moeda, via principalmente, operação em ativos indexados à inflação. Após maior estabilidade econômica proporcionada pelo Plano Real, os fundos de investimentos passaram a ter maior popularidade. Isso porque, além da estabilidade trazida, com a queda das taxas de juros reais, houve um estímulo à busca por investimentos mais rentáveis. Nesse sentido, a partir da razoável estabilidade econômica viabilizada pela política monetária introduzida pelo Plano Real, novos tipos de fundos de investimentos foram criados, bem como o interesse de investir em tal veículo aumentou.

Dentre estes, três tipos de fundos se destacam como opção para os investidores brasileiros: fundos de renda fixa, fundos de ações e fundos multimercados. Daremos maior importância a estes em nossa análise ao longo do artigo. Além de representarem uma boa amostra em termos percentuais do patrimônio líquido total da indústria – 38,2%, 6,3% e 20,8% em outubro de 2023, respectivamente, – contrastar suas diferentes características e perfis de risco vão tornar a análise ainda mais interessante.

Chama a atenção, ainda, como a alocação em fundos de ações como percentual da indústria ainda é baixa no Brasil, principalmente quando comparado a países mais desenvolvidos, como os Estados Unidos por exemplo. Sabemos, claro, que o custo de oportunidade do investidor nos Estados Unidos é muito inferior ao do Brasil, o que justifica boa parte desta diferença. Contudo, há ainda um fator cultural.

Apesar do avanço relevante e de muitos cidadãos terem se inserido no universo de investimentos – que pode ser fundamental para preservação ou multiplicação do capital pessoal – há ainda um longo caminho pela frente. Além de existir milhões de pessoas que não têm acesso aos canais de distribuição e recursos que ainda não foram alocados, a inserção destes indivíduos não garante que o retorno sobre o capital investido, ajustado pelo risco, será satisfatório. Nesse sentido, existe uma motivação cada vez maior para tratar sobre o tema, de modo que contribua para o processo de educação financeira no país. É desejável uma introdução cada vez maior de políticas públicas para estimular a educação financeira dos brasileiros.

1.2. Análise e Metodologia

O principal objetivo deste trabalho é analisar a hipótese de que os investidores revisam as suas expectativas de retorno esperado a partir das decisões feitas pelo COPOM em relação a taxa de juros básica do país, a SELIC. Em períodos de contração monetária e maior incerteza na economia, por exemplo, espera-se que o retorno esperado do investimento em renda fixa aumente, fazendo com que haja uma migração no fluxo de investimentos para essa classe. Testaremos tal hipótese a partir de dados de captação líquida e patrimônio líquido de cada classe, bem como em percentual da indústria.

Para tanto, utilizamos dados coletados pela ANBIMA, de acordo com a classificação de fundos realizada pela mesma, de modo que serão analisadas as três classes de fundo de interesse – assim como demonstrado na Tabela 1. Como estamos trabalhando com três classes distintas de fundos, não só em números absolutos (de captação líquida e patrimônio líquido), mas também como a média de suas respectivas participações na indústria, serão realizados testes a fim de validarmos a hipótese em questão. Além disso, para identificarmos o efeito, rodamos uma regressão de modo que tenhamos os dados de patrimônio líquido como variável dependente e as taxas de juros como variável explicativa. Usaremos em alguns momentos o CDI como instrumento para a taxa SELIC, bem como a meta da taxa SELIC definida pelo Banco Central e a taxa DI de um mês.

1.3. Resultados Principais

Diante de uma base de dados mensais do patrimônio líquido dos fundos de investimentos de renda fixa, ações e multimercados de janeiro de 2016 a setembro de 2023, buscamos responder duas perguntas:

- i) O que acontece com os fundos de renda fixa com os movimentos da taxa de juros?
- ii) Será que essa mudança se dá a custo de outros mercados, como o de renda variável e multimercados?

Para isso, utilizamos dois modelos com a variável dependente sendo o percentual do patrimônio líquido das classes de fundos em questão. No primeiro, testamos a meta da taxa SELIC, definida pelo Banco Central do Brasil nas reuniões do COPOM, como variável explicativa, de modo que:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Meta SELIC}_t + \varepsilon_t$$

Já no segundo, substituímos a meta da taxa SELIC pela taxa DI de um mês como a nova variável explicativa:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 OD1_t + \varepsilon_t$$

Em ambos os modelos comprovamos que há uma relação positiva da taxa de juros com o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa e negativa com os fundos multimercados e de ações, quando analisado o percentual sobre o total da indústria. Além disso, respondemos também que esses movimentos se dão, em parte, a custo de outros mercados. Debateremos com maiores detalhes na seção 3.

1.4. Organização das Seções

O restante do artigo está organizado da seguinte forma: A seção 2 descreve o banco de dados em questão, bem como uma análise mais detalhada das três classes selecionadas como amostra; A seção 3 desenvolve a metodologia utilizada para testar a hipótese principal do trabalho e discute os principais resultados encontrados, relacionando-os ao contexto econômico em questão; A seção 4 conclui com uma discussão sobre a importância da política monetária para uma análise dos fundos de investimento; Em seguida estão disponíveis as referências bibliográficas utilizadas para a produção deste artigo.

2. BANCO DE DADOS

2.1. Introdução à seção

Nesta seção apresentaremos os dados utilizados para analisarmos o impacto das taxas de juros para os fundos de investimento. Vale ressaltar que o objetivo deste artigo é trabalhar com o Brasil e, portanto, usaremos uma base de dados que reflita a indústria local.

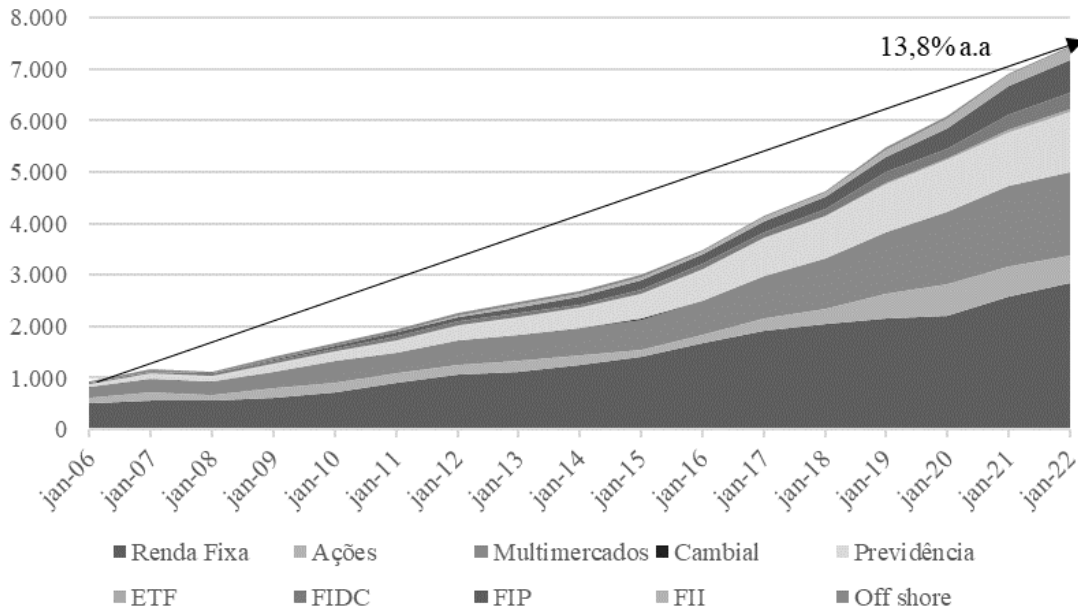
2.2. Dados ANBIMA

Os dados dos fundos de investimentos podem ser encontrados no Boletim de Fundos de Investimento da ANBIMA, em que coleta de forma padronizada desde 2006 dados do patrimônio líquido, captação líquida, rentabilidade e número de contas por segmento de investidor de fundos de investimentos. Todos os dados são segmentados de acordo com a classificação de fundos ANBIMA, em que são divididos em três níveis: i) Classe de Ativos; Tipos de Gestão e Riscos e; iii) Principais Estratégias.

A ideia é usar a classificação da ANBIMA a fim de obter um melhor entendimento do efeito da política monetária sobre as diferentes classes de fundos de investimentos. Usaremos a classificação por Classe de Ativos.

A partir destes dados, é possível analisarmos a evolução – em termos de patrimônio líquido – da indústria de fundos. De 2006 a 2022, o patrimônio líquido total cresceu em média 13,8% ao ano, assim como apresentado em Gráfico 1. No mesmo período, o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa, ações e multimercados aumentou em 11,3%, 11,8% e 13,5%, respectivamente.

Gráfico 1. Patrimônio Líquido por Classe de Ativo, 2006-2022



Nota: Este gráfico apresenta a evolução do patrimônio líquido das diferentes classes de fundos de 2006 até 2022. No eixo horizontal, constam as datas e no eixo vertical os valores, em bilhões de reais. Os dados representam a coleta do último mês de cada ano e estão em moeda (R\$) corrente. Além disso, foi traçada uma linha para representar o crescimento anual médio do patrimônio líquido total – calculado pela soma de todas as classes.

2.3. CDI

Além dos dados acerca dos fundos de investimentos, como variável representante da política monetária no Brasil, também obtivemos o retorno do CDI. Essa taxa é utilizada em transações diárias entre instituições bancárias e é atrelada à taxa SELIC. A validade dessa *proxy* é de extrema relevância, uma vez que o objetivo primordial do trabalho é estimar os efeitos da taxa sobre, principalmente, o patrimônio líquido das diferentes classes de fundos de investimento.

2.4. Ajustes e amostra analisada

A fim de termos uma análise mais crítica do efeito da política monetária sobre as diferentes classes de fundos de investimentos, daremos ênfase para os fundos de renda fixa, ações e multimercados. Isso porque, além de serem mais representativos para o total – 66,9% em dezembro de 2022 e 74,9% na média de dezembro de 2006 até dezembro de 2022 –, outras classes como a de previdência, por exemplo, incorporam fundos com estratégias muito distintas

(i.e fundo de ação, multimercado e renda fixa), dificultando a análise. Desse modo, chegamos a seguinte amostra de dados de interesse.

Tabela 1. Patrimônio Líquido e CDI, 2006-2022

	Renda Fixa	Ano/Ano	% Total	Ações	Ano/Ano	% Total	Multimercados	Ano/Ano	% Total	Total	Ano/Ano	CDI
dez-06	510.238	--	54,3%	88.212	--	9,4%	213.348	--	22,7%	939.626	--	15,03%
dez-07	545.334	6,9%	47,0%	169.356	92,0%	14,6%	276.059	29,4%	23,8%	1.160.831	23,5%	11,77%
dez-08	549.666	0,8%	48,8%	112.476	-33,6%	10,0%	266.145	-3,6%	23,6%	1.126.617	-2,9%	12,32%
dez-09	618.938	12,6%	44,1%	166.002	47,6%	11,8%	335.926	26,2%	23,9%	1.403.650	24,6%	9,84%
dez-10	726.139	17,3%	43,4%	189.059	13,9%	11,3%	405.222	20,6%	24,2%	1.671.907	19,1%	9,71%
dez-11	911.218	25,5%	46,9%	181.485	-4,0%	9,3%	401.462	-0,9%	20,7%	1.942.838	16,2%	11,60%
dez-12	1.050.899	15,3%	46,2%	202.561	11,6%	8,9%	478.601	19,2%	21,1%	2.272.338	17,0%	8,42%
dez-13	1.121.056	6,7%	45,4%	205.990	1,7%	8,3%	510.463	6,7%	20,7%	2.471.474	8,8%	8,22%
dez-14	1.248.176	11,3%	46,3%	176.254	-14,4%	6,5%	534.694	4,7%	19,9%	2.693.574	9,0%	10,90%
dez-15	1.407.334	12,8%	47,0%	139.630	-20,8%	4,7%	590.239	10,4%	19,7%	2.997.296	11,3%	13,27%
dez-16	1.676.675	19,1%	48,0%	149.947	7,4%	4,3%	665.691	12,8%	19,1%	3.491.452	16,5%	14,02%
dez-17	1.917.191	14,3%	46,2%	228.182	52,2%	5,5%	836.825	25,7%	20,2%	4.150.292	18,9%	9,94%
dez-18	2.044.971	6,7%	44,1%	306.007	34,1%	6,6%	972.610	16,2%	21,0%	4.639.806	11,8%	6,43%
dez-19	2.148.901	5,1%	39,2%	496.491	62,2%	9,1%	1.181.921	21,5%	21,6%	5.477.150	18,0%	5,96%
dez-20	2.200.892	2,4%	36,1%	613.406	23,5%	10,1%	1.415.060	19,7%	23,2%	6.092.279	11,2%	2,76%
dez-21	2.567.183	16,6%	37,1%	584.024	-4,8%	8,4%	1.573.803	11,2%	22,7%	6.924.765	13,7%	4,42%
dez-22	2.842.561	10,7%	38,1%	522.609	-10,5%	7,0%	1.625.423	3,3%	21,8%	7.456.729	7,7%	12,33%

Nota: Esta tabela apresenta a evolução do patrimônio líquido dos fundos de renda fixa, ações e multimercados, bem como do total da indústria no período de 2006 até 2022. Além disso, ao lado de cada coluna com o patrimônio líquido por classe, consta a variação anual e a representatividade da respectiva classe em função do patrimônio líquido total da indústria. Todos os dados referentes ao patrimônio líquido são do mês de dezembro do ano em questão e estão em moeda (R\$) corrente. A última coluna (à direita) explicita a taxa CDI ao final de cada ano.

A coleta destes dados desde 2006 é de suma importância para o trabalho, uma vez que analisaremos uma série de fatos econômicos relevantes ao longo destes anos. Repare como no período de 2016 até 2021, em que houve um ciclo de queda de taxa de juros – de 14,02% ao final de 2016 para 4,42% ao final de 2021 –, o patrimônio líquido dos fundos de ações cresceu em média 25,4%, contra 7,4% dos fundos de renda fixa. Relacionaremos com maiores detalhes estes eventos com o nível da taxa de juros e o comportamento do *float* dos respectivos fundos de investimento de acordo com o cenário em questão na seção 3.

3. O EFEITO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA CAPTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

3.1. Introdução à seção

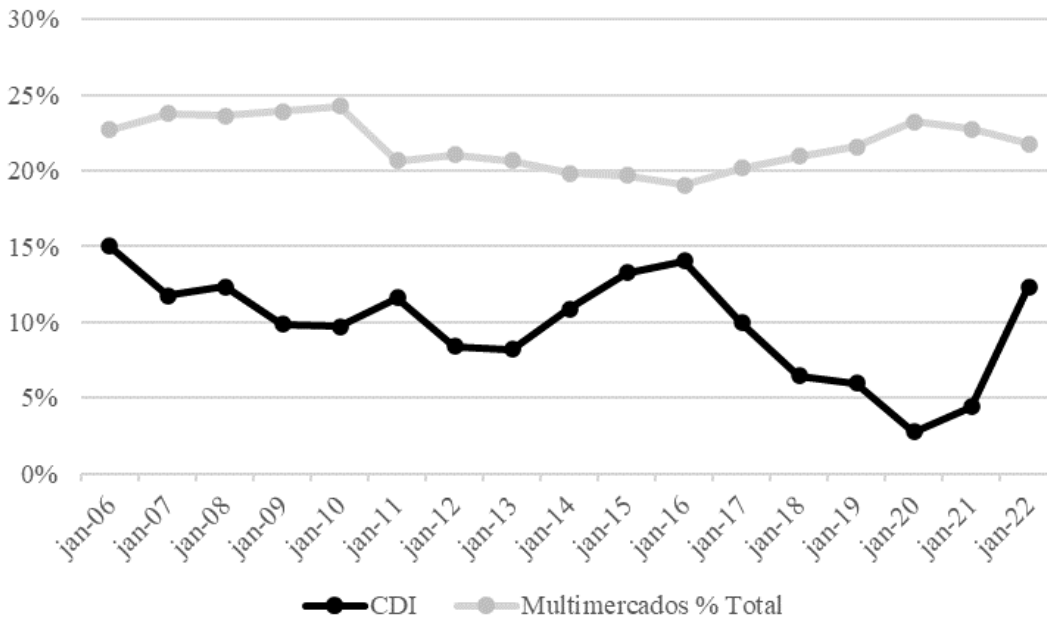
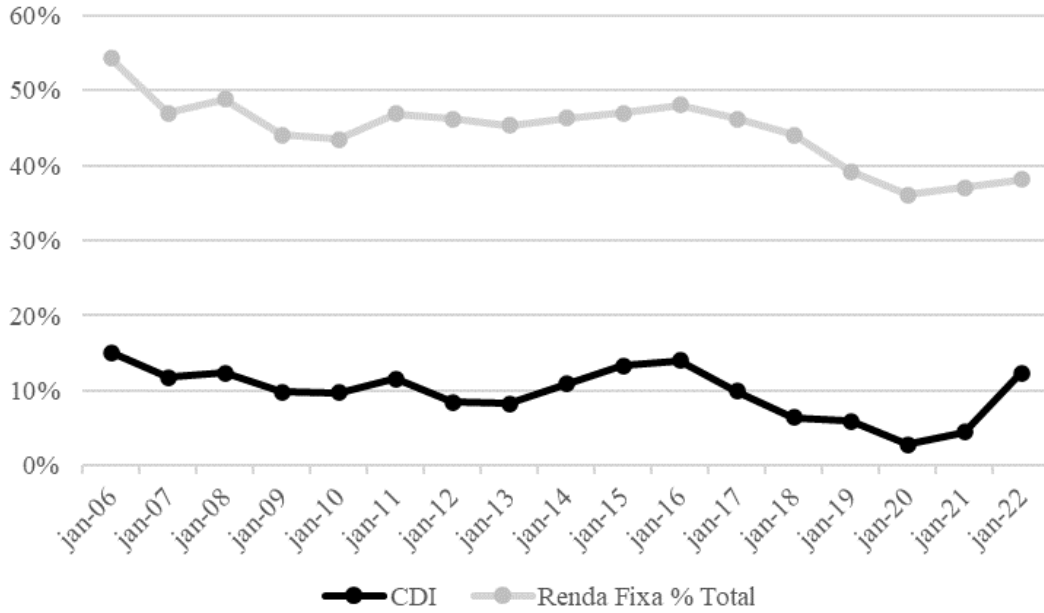
A partir destes dados, é realizada uma regressão de forma a verificar se há correlação entre as respectivas variáveis.

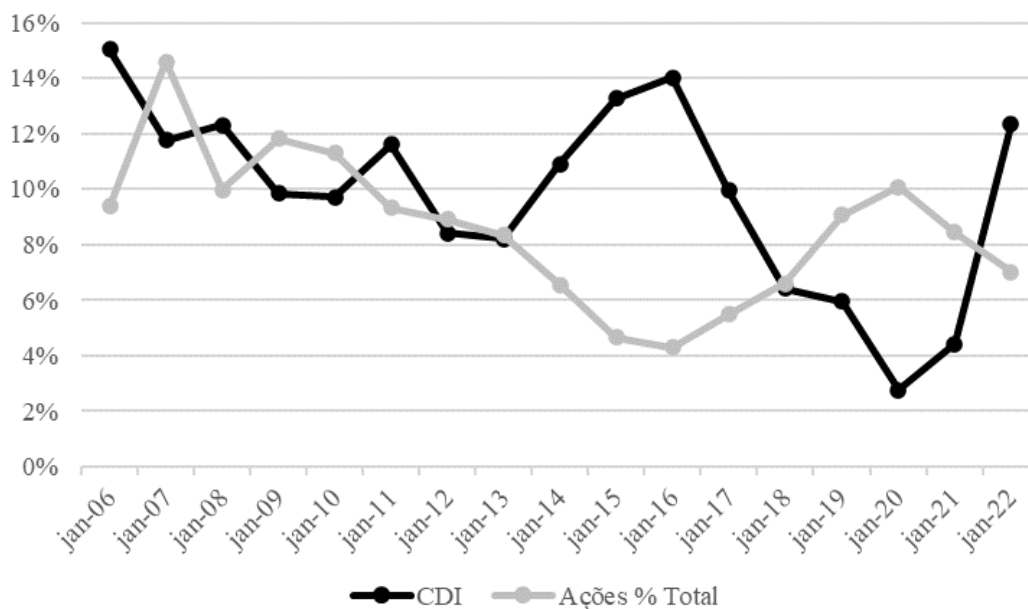
Além dos resultados obtidos a partir da regressão, é importante analisar o contexto em questão. Isto é, o efeito da taxa de juros sobre o *float* de um fundo de investimento não é necessariamente imediato. Em períodos de política monetária expansionista, por exemplo, há um grande fluxo de investimentos para os fundos de ações, não apenas no mês exato em que a taxa de juros foi reduzida pelo Banco Central, mas em uma janela de tempo tanto antes, dadas as expectativas dos investidores, quanto depois do movimento. Já em períodos de contração monetária, é comum observar um nível elevado de resgate dos fundos de ações para investimentos de menor risco, dado que a taxa de juros passa a pagar mais para o investidor. Analisaremos também o efeito teórico da *performance* destas classes de fundo nos diferentes períodos, que também afetam na decisão de aplicação ou resgate do investidor, uma vez que seu retorno esperado se altera. Essa mudança de expectativa justificaria a sensibilidade dos movimentos de fluxo. Testaremos a seguir.

3.2. O Modelo

Em uma análise primordial, ao plotarmos gráficos do percentual de recursos alocados nos fundos de renda fixa, multimercados e ações e do CDI no período, é possível estabelecermos algumas hipóteses, que instigam ainda mais a curiosidade motivadora deste estudo.

Gráfico 2. Patrimônio Líquido das Classes como % do Total versus CDI, 2006-2022





Nota: Estes gráficos apresentam a evolução do percentual de recursos alocados nos fundos de renda fixa, multimercados e ações como percentual do patrimônio líquido total da indústria de fundos de investimento. Além disso, em cada um deles, há o CDI de cada período.

É possível observar uma relação positiva do aumento do rendimento do CDI com o percentual dos recursos alocados nos fundos de renda fixa. Por outro lado, a relação com os fundos multimercados e de ações é negativa – aqui, nota-se que a relação fica mais clara em momentos de mudanças de grande magnitude no rendimento do CDI.

Vale salientar, claro, que estes gráficos apenas despertaram o interesse inicial para o estudo e não são suficientes para estabelecer qualquer conclusão. A fim de investigarmos melhor as relações entre as variáveis, realizamos regressões para identificarmos as respectivas correlações. Mais importante será comprovar se a relação é positiva ou negativa, e não necessariamente a sua magnitude. Estabelecida esta relação, buscaremos responder duas perguntas fundamentais:

- iii) O que acontece com os fundos de renda fixa com os movimentos da taxa de juros?
- iv) Será que essa mudança se dá a custo de outros mercados, como o de renda variável e multimercados?

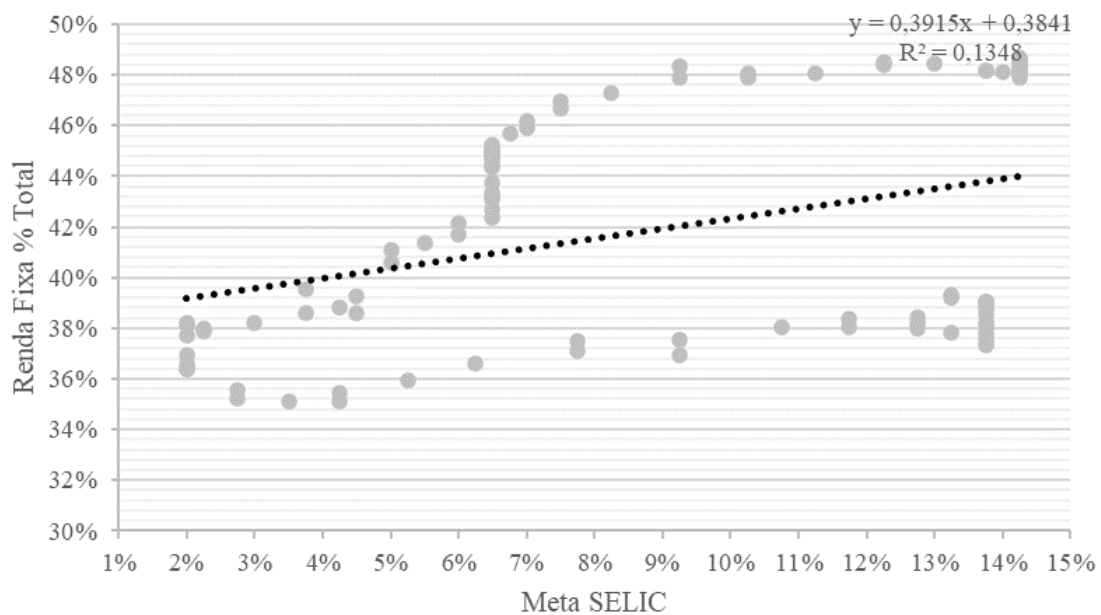
Para melhor entendermos essa relação, estabelecemos uma nova amostra mensal desde 2016 – de modo que tenhamos sensibilidade maior a resposta dos investidores para as reuniões do

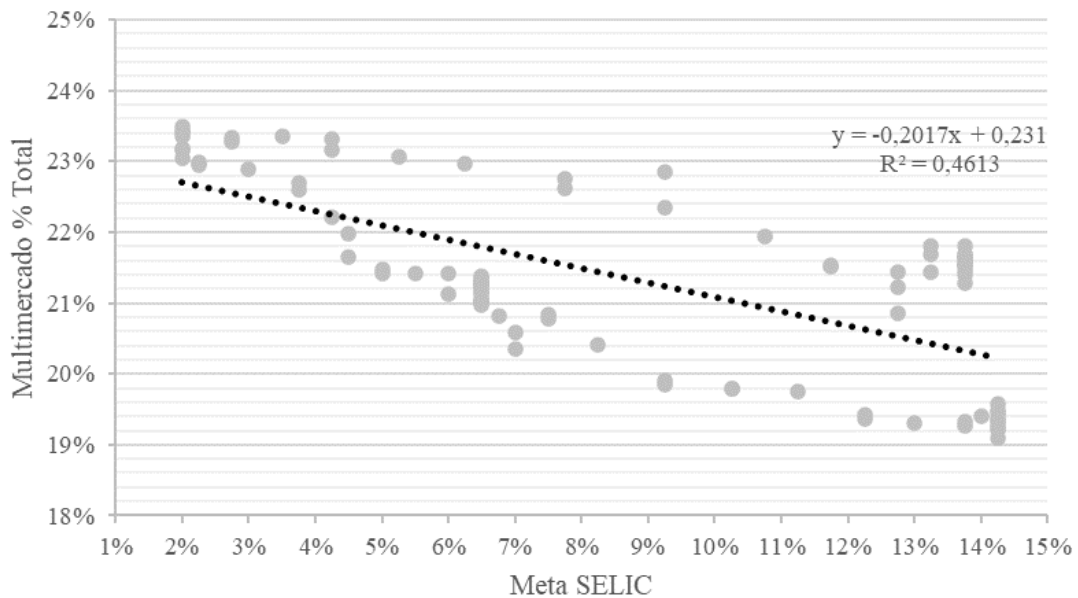
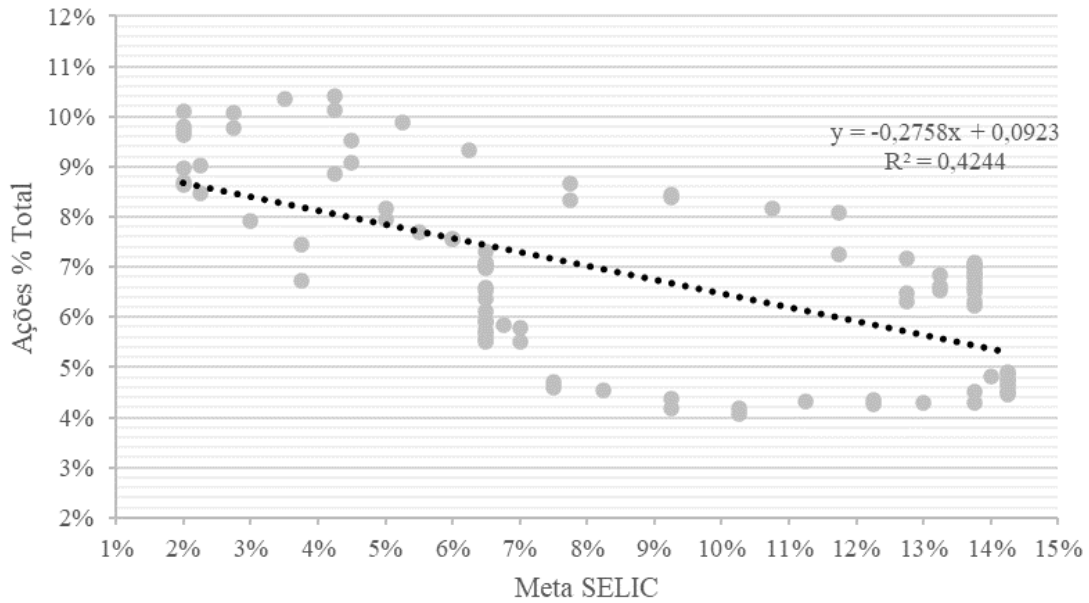
COPOM, em que o Banco Central define a meta da taxa SELIC. Desse modo, buscamos expurgar alguns ruídos e externalidades que poderiam atrapalhar a nossa análise.

Agora, como trabalharemos com dados mensais, optamos por utilizar a meta da taxa SELIC como variável explicativa. Temos, portanto:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Meta SELIC}_t + \varepsilon_t$$

Gráfico 3. Regressões do Patrimônio Líquido das Classes como % do Total *versus* Meta SELIC, janeiro de 2016 - setembro de 2023





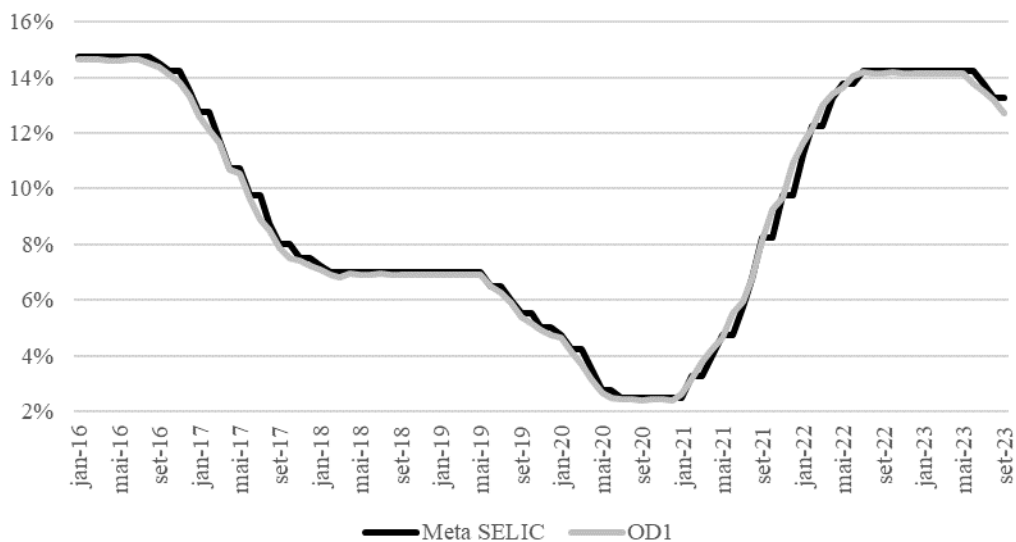
Nota: Estes gráficos apresentam regressões em que o percentual do patrimônio líquido dos fundos de determinada classe de ativo – renda fixa, multimercado e ações – sobre o total da indústria é a variável dependente (y), enquanto a meta da taxa SELIC é a variável explicativa (x). Há também uma reta de regressão em cada gráfico, além da equação de cada uma, com os parâmetros estimadores e o coeficiente R2 explicitados no canto superior direito. Os dados são mensais.

Assim como supomos ao interpretarmos o Gráfico 2., evidencia-se em Gráfico 3., portanto, que há uma relação positiva da taxa de juros com o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa e

negativa com os fundos multimercados e de ações, quando analisado o percentual sobre o total da indústria. Desse modo, respondemos a primeira pergunta: em movimentos de alta de taxa de juros, espera-se um aumento da relevância dos fundos de renda-fixa para a indústria. Ao observarmos a relação da meta da taxa SELIC com os fundos multimercados e de ações, notamos que há uma tendência de, em momentos de alta de juros, haver saída de capital dessas classes. Nesse sentido, como olhamos sobre o percentual total da indústria, respondemos a segunda pergunta: esse movimento na alocação de fundos de renda fixa se dá, em partes, a custo de outros mercados, como os fundos multimercados e de ações.

Decidimos testar, ainda, o mesmo exercício com o DI de 1 mês como variável dependente. Isso por quê entendemos que há uma diferença, embora pequena, da meta SELIC definida pelo Banco Central nas reuniões do COPOM com o valor precificado pelos mercados de capitais, assim como demonstrado em Gráfico 4.

Gráfico 4. Meta SELIC e Taxa OD1, janeiro de 2016 – setembro de 2023



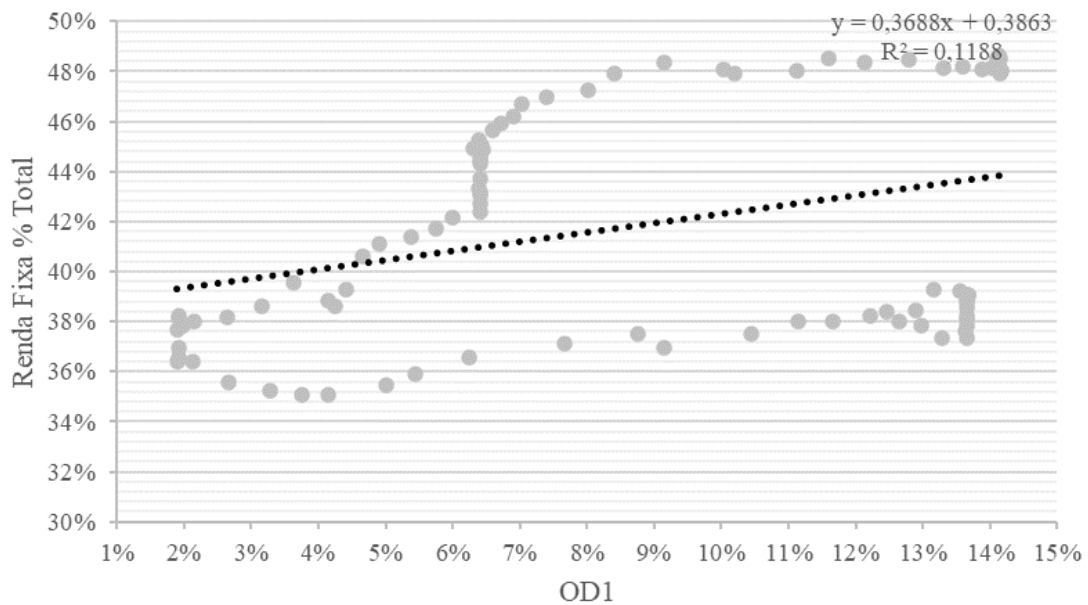
Nota: Este gráfico apresenta os dados da meta da taxa SELIC e da taxa OD1 de janeiro de 2016 a setembro de 2023. Foi extraído dados diários da Bloomberg para a taxa OD1 e utilizado o dado do último dia útil do mês em questão, de forma que trabalhamos com dados mensais, assim como a meta da taxa SELIC.

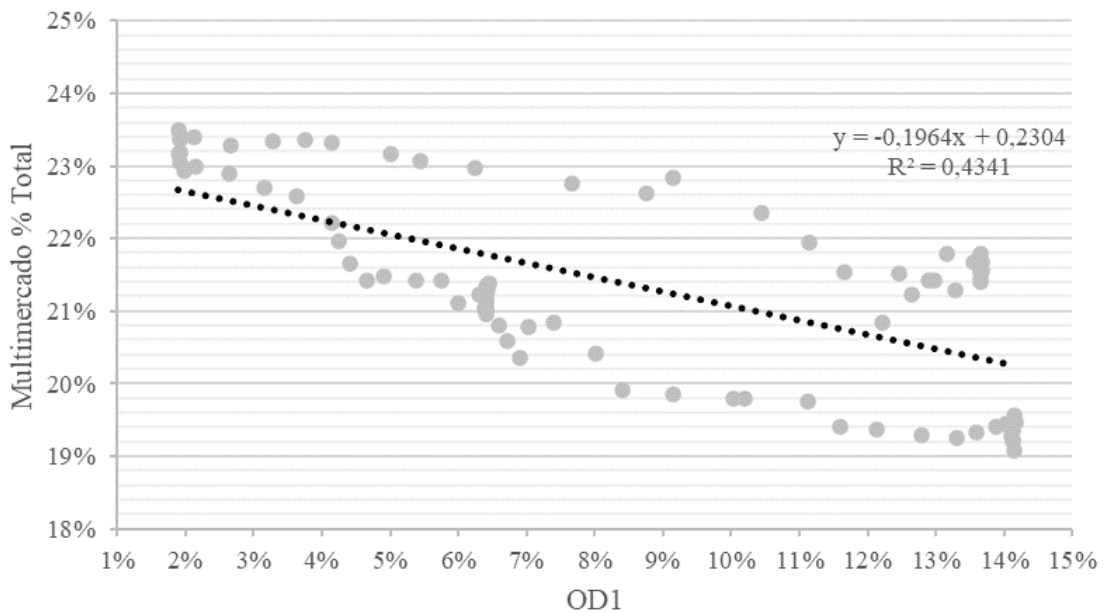
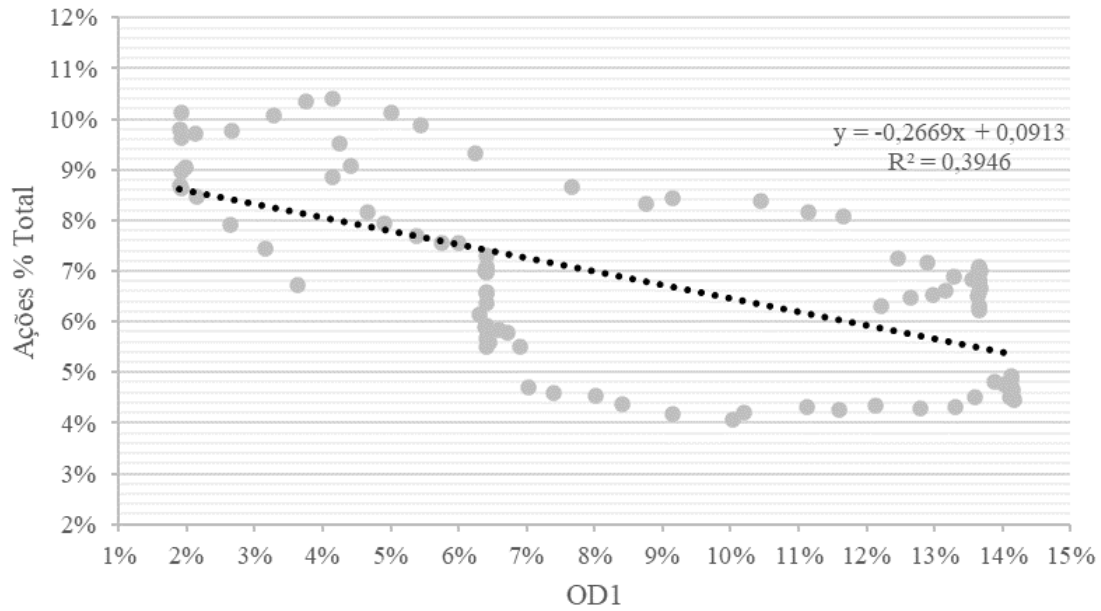
Nesse sentido, a partir do momento em que comprovamos a diferença que imaginávamos, optamos por testar o nosso modelo de modo que:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 OD1_t + \varepsilon_t$$

A partir desta equação, testaremos as regressões novamente, assim como demonstrado em Gráfico 5.

Gráfico 5. Regressões do Patrimônio Líquido das Classes como % do Total *versus* OD1, janeiro de 2016 - setembro de 2023





Nota: Estes gráficos apresentam regressões em que o percentual do patrimônio líquido dos fundos de determinada classe de ativo – renda fixa, multimercado e ações – sobre o total da indústria é a variável dependente (y), enquanto a taxa OD1 é a variável explicativa (x). Há também uma reta de regressão em cada gráfico, além da equação de cada uma, com os parâmetros estimadores e o coeficiente R2 explicitados no canto superior direito. Os dados da taxa OD1 são referentes ao último dia útil do mês em questão e extraídos da Bloomberg.

Os resultados são similares e as explicações feitas para o Gráfico 3. também são válidas para o Gráfico 5. O objetivo principal é comprovar a relação positiva das taxas de juros com o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa sobre o patrimônio líquido total da indústria e negativa para os fundos de ação e multimercados.

3.3. Contexto econômico

A fim de compreendermos melhor os movimentos de fluxo de capital entre as respectivas classes de fundos de investimento, é interessante realizarmos uma análise mais profunda acerca dos motivos econômicos para tais interações, estabelecendo como referência um horizonte de 2012 a 2023. Isso porque julgamos como importante contextualizar o período de 2012 a 2016 para melhor entendermos os acontecimentos sequenciais.

O início da segunda década do século XXI foi marcado pelo governo da presidente Dilma Roussef. Diferente dos últimos dois governantes, Fernando Henrique Cardoso e Luis Inácio Lula da Silva, seu governo foi marcado por períodos de recessão e instabilidade política. Após uma tentativa falha de crescimento econômico artificial por meio de imposição de queda nas taxas de juros e aumento dos gastos públicos, ainda que com ajuda do *boom* das commodities, o país passara por uma severa crise econômica, em especial ao longo de seu segundo mandato. É possível observar em Gráfico 2. como, ao longo deste período, houve uma redução significativa do percentual de recursos alocados nos fundos de investimento de ações em relação ao total da indústria. Tal efeito, como debatido anteriormente, é fruto de uma reação do investidor a choques monetários e, conseqüentemente, de revisão de seu retorno esperado.

Em 2016, após o impeachment da então presidente Dilma Roussef, Michel Temer assumiu a presidência da República. Foi responsável por importantes reformas que – concomitantemente com uma melhora do cenário externo – abriram espaço para um longo ciclo de queda nas taxas de juros, também aproveitado pelo início do governo do presidente Jair Bolsonaro. Este cenário possibilitou um crescimento econômico razoável, com estímulo ao consumo e investimento. Tal período foi marcado por captação líquida expressiva de fundos de investimento em ações e multimercados, como consequência de um apetite maior a risco por parte dos investidores.

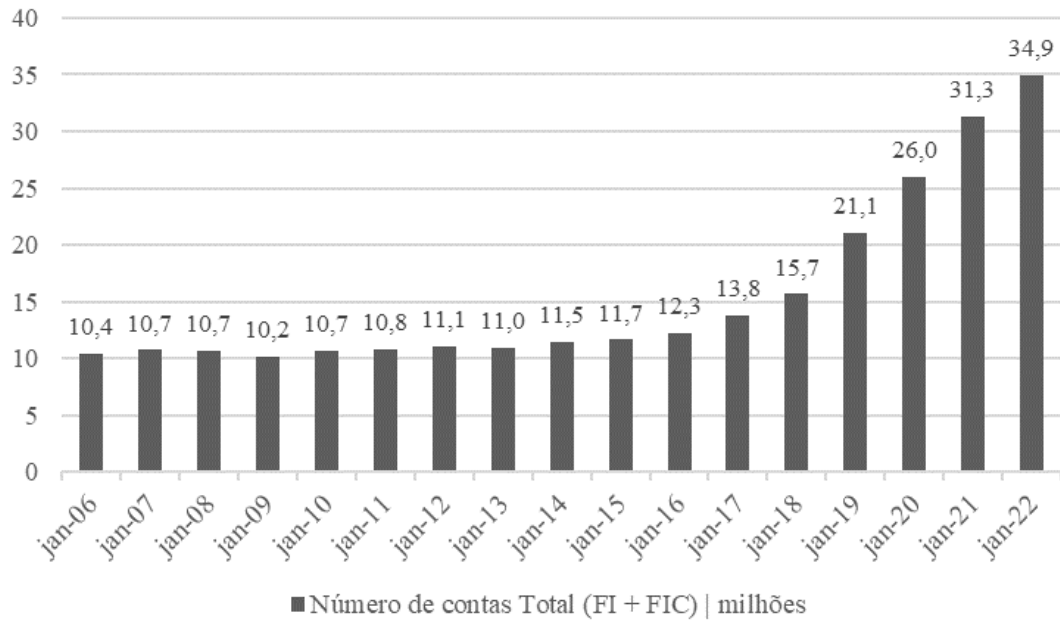
Em 2020, o Brasil enfrentou impactos econômicos significativos das restrições causadas pela pandemia de COVID-19. O governo implementou medidas de auxílio financeiro para famílias e

empresas e o Banco Central foi rapidamente responsivo ao reduzir as taxas de juros de forma significativa (4,25% em março de 2020 para 2% em agosto de 2020). Como consequência, houve captação líquida ainda maior dos fundos de ações, bem como sua representatividade para o patrimônio líquido total da indústria de fundos de investimento aumentou, assim como mostra em Tabela 1. e Gráfico 2.

Como resposta para os inúmeros incentivos dados, a economia mostrou sucessivos dados de recuperação. Não surpreendentemente, houve um aumento inflacionário, o que levou ao Banco Central a iniciar um ciclo de política monetária contracionista, com a taxa SELIC no final do ano de 2022 em 13,75%. Tal aumento significativo da taxa SELIC, naturalmente, elevou o custo de oportunidade do investidor brasileiro e reduziu seu apetite a risco. Isto levou a um aumento de investimentos em fundos de investimentos de renda fixa em detrimento de fundos de ações, principalmente.

Vale comentar, ainda, outro fenômeno relevante para o aumento da captação líquida e patrimônio líquido da indústria de fundos de investimento nos últimos anos. Houve um aumento expressivo do interesse do cidadão brasileiro acerca de como alocar parte do seu capital, mais especificamente nos últimos anos. Grande parte desse efeito se deu pelo avanço da indústria financeira no país, que permitiu uma democratização cada vez maior do acesso ao mundo de investimentos. É possível observar em Gráfico 6., como o crescimento anual médio do número total de contas em fundos de investimentos entre 2006 e 2018 foi de 3,48% ao ano, enquanto no período de 2018 a 2022 foi de 22,15% ao ano. Tal efeito foi possibilitado por uma agenda mais intensa de educação financeira por parte das instituições financeiras, bem como aumento do leque de produtos de investimentos acessíveis. Sabemos, também, que o ciclo de queda de juros e incentivo ao investimento teve uma boa parcela de influência, assim como debatido anteriormente. Notoriamente, contudo, é difícil expurgarmos o quanto exatamente foi efeito de um ciclo de aperto monetário e do fenômeno de maior participação da população no universo dos fundos de investimento.

Gráfico 6. Evolução do número total de contas, 2006-2022



Nota: Este gráfico apresenta a evolução do número total de contas em fundos de investimento no Brasil, segundo a ANBIMA. Os valores estão em milhões. Ressalta-se a possibilidade de haver dupla contagem, uma vez que não foram excluídos os fundos master da amostra analisada. No entanto, considerando que esse tipo de fundo tem poucos cotistas, tal influência tende a ser pequena. Ainda, também é importante ressaltar que muitos investidores podem ser cotistas de mais de um fundo, podendo um mesmo investidor aparecer como cotista em diversos fundos.

4. CONCLUSÃO

Por fim, evidencia-se, portanto, a relação positiva da taxa de juros com o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa e negativa com os fundos multimercados e de ações – hipótese inicial que motivou este trabalho.

Nosso objetivo era, também, entender o fluxo de capital entre as diferentes classes de fundos de investimento – dado o efeito observado dos movimentos da taxa de juros do país. Evidenciamos, ao trabalharmos com os percentuais do patrimônio líquido das três classes de ativos em questão, que em momentos de baixa de taxa de juros há uma migração de recursos alocados em fundos de investimento de renda fixa para ativos com maior risco, como fundos de multimercados e ações. O movimento inverso com alta de taxa de juros também ocorre.

Sabemos, ainda, que essa relação ocorre a partir da revisão dos investidores com as suas expectativas de retorno esperado. Em um cenário de decisão do COPOM de elevar a meta da taxa SELIC, por exemplo, ativos de risco ficam menos atrativos, dado o custo de oportunidade menor. Naturalmente, haverá um fluxo de capital antes alocado em fundos de ações e multimercados para fundos de renda fixa, conforme evidenciamos ao longo do estudo.

Entender e evidenciar essa relação é de extrema importância para contribuir para a educação financeira dos brasileiros – motivo também da realização deste trabalho –, de modo que tenhamos em mente a relevância dos impactos da política monetária na alocação de nossos respectivos recursos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA. **Boletim de Fundos de Investimentos**. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm

ANBIMA. **Cartilha da Nova Classificação de Fundos, 2020**. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf

ANBIMA. **Raio X do Investidor Brasileiro, 6ª edição, 2023**. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/D4/56/D3/92/CEC4781074827378B82BA2A8/Relatorio%206a%20Oedicao%20do%20Raio%20X%20do%20Investidor%20Brasileiro%202023.pdf>

BRASIL Banco Central do Brasil. **Histórico das Taxas de Juros**. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>

BANEGAS, AYELEN, MONTES-ROJAS, Gabriel, Siga, Lucas, **The Effects of Monetary Policy Shocks on Mutual Fund Investing**, 2020. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3740019

KAHNEMAN, TVERSKY, Daniel, Amos, **Prospect Theory: An Analysis of decision under Risk**, 1979.

MALAQUIAS, Rodrigo; MAESTRI, Cláudia. Exposição a fatores de mercado de fundos de investimento no Brasil. 2016. Disponível em: http://www.scielo.br/pdf/rcf/v28n73/pt_1808-057X-rcf-1808-057x201702940.pdf

PETERSEN, André. A indústria de Hedge Fund no Brasil: Uma avaliação preliminar. Disponível em:

<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/282/2213.pdf>

SIMONESEN, R. et al., **Conjuntura Econômica**. v. 54 nº 2, 2000