

**INSTABILIDADE COMPORTADA: DÍVIDA PÚBLICA E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO BRASIL**

Kevin Luís DAMÁSIO<sup>1</sup>

**RESUMO:** Esse artigo objetiva investigar as implicações econômicas da participação de investidores institucionais no contexto do mercado brasileiro. Para tanto, deve-se observar as posições valorativas mantidas por esses atores em relação à composição de suas carteiras de investimento. É prudente notar que o portfólio desses agentes sofre constrangimento para ampliação de prazos e ponderamento de maiores riscos, diante do processo de atração valorativa dado pela situação da dívida pública brasileira. A garantia de acesso a papéis que confluem liquidez, rentabilidade e relativo baixo risco com a dívida pública, constringe investidores institucionais a buscarem ganhos valorativos em empreendimentos como financiamento de investimentos de longo prazo em novas plantas industriais e bens de capital. Por outro lado, indica-se que esse comportamento conservador dos investidores institucionais auxilia na prevenção a grandes movimentações especulativas no mercado brasileiro, nos conduzindo a reinterpretarmos a análise da hipótese da instabilidade financeira de Minsky diante das especificidades do caso brasileiro.

**PALAVRAS-CHAVE:** Dívida pública. Instabilidade. Investidores institucionais. Financiamento. Fundos de pensão.

### **Introdução**

A projeção da presença dos denominados investidores institucionais na conjuntura econômica brasileira tem se destacado amplamente em períodos recentes, seja pela sua forte capacidade de aglutinação de capitais, pelos problemas gestados pela administração desses recursos ou pelas implicações econômicas maiores que esses agentes provocam e também sofrem pelas características atípicas da economia nacional. Confluindo seguradoras, fundos de investimento e fundos de pensão, entre outros, os investidores institucionais aglutinam importantes somatórios de recursos e assomam-se como protagonistas para as discussões econômicas contemporâneas, guardando o potencial de atuarem como eminentes responsáveis para o financiamento ao investimento e à inovação de longo prazo nas economias nacionais.

Diante do relevo dessa problemática pretende-se promover reflexões e investigações sobre as características dos investidores institucionais, implicações da composição de suas carteiras de ativos e relações macroeconômicas fomentadas por essas relações. Dessa maneira,

---

<sup>1</sup> Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), Instituto de Economia, Campinas – SP – Brasil. Mestrando em Teoria Econômica. kevin.damsio@gmail.com.

esse artigo tem como objetivo investigar a posição econômica dos agentes denominados como investidores institucionais no país e suas implicações macroeconômicas para a estabilidade financeira.

Para tanto, como instrumental de análise e ferramenta metodológica, deve-se confluir uma abordagem que alia a verificação qualitativa da composição das carteiras de investimento dos fundos de pensão brasileiros aliado com uma abordagem teórica que discorra sobre suas implicações. Como resultante, recorre-se às contribuições teóricas de Hyman Minsky, perscrutando como sua principal hipótese de instabilidade financeira coaduna-se com a formação, aspectos condicionantes e limitações das opções valorativas mantidas pelos investidores institucionais, indicando aspectos reflexos do comportamento econômico assumido por esses agentes.

O artigo é dividido em quatro sessões, acrescido de considerações finais sobre o tema. Com a primeira sessão, devemos analisar, preliminarmente, o ambiente econômico complacente com o surgimento e expansão da participação dos investidores institucionais como atores fundamentais do sistema econômico. A seguir, investigamos a estrutura da montagem do sistema de financiamento brasileiro, observando, fundamentalmente, a segunda metade da década de 1960 no país e o chamado Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), conjunto de reformas fiscais, monetárias e tributárias que constituíram as características modernas dos mercados monetário e financeiro brasileiros.

Na terceira seção, investigamos os aspectos principais dos investidores institucionais brasileiros e, em especial, dos fundos de pensão, analisando suas características de formação de capital e os elementos mais significativos de suas composições valorativas. Ademais, visa-se registrar a relação destes com a dívida pública brasileira e suas características de liquidez, segurança e rentabilidade. Na quarta seção, explanamos sobre a hipótese de instabilidade financeira elaborada por Hyman Minsky, buscando interpretar sua validade para a compreensão da realidade da configuração do mercado financeiro brasileiro e de seus atores.

Ao fim, verifica-se a potencialidade dos investidores institucionais atuarem como agentes financiadores de investimento na economia brasileira, dados os aspectos de seu gerenciamento valorativo e implicações macroeconômicas geradas na economia nacional.

## **A economia do fim do séc. XX**

Essa seção objetiva apresentar as principais transformações sofridas na estrutura econômica internacional do pós-guerra, desde seus momentos iniciais mais áureos até os conturbados períodos inaugurados na década de 1970. Esta revisão das estruturas internacionais permitirá a compreensão da configuração que permitiu o surgimento dos investidores institucionais e a função esperada desses novos agentes.

A história econômica prevalente interpreta a economia internacional do pós-guerra como envolta em elevada virtuosidade, conciliando amplo aumento do padrão de consumo mundial, com avanço indubitável do acesso de bens e serviços nas economias centrais (MAZZUCHELLI, 2013). O capitalismo do pós-guerra logra sustentar variáveis macroeconômicas com comportamento controlado, manifestando baixo nível de desemprego e com inflação em patamares módicos. Ademais, mantém-se no mesmo período, elevado nível de investimento atrelado com notável controle de capitais, que fomenta baixo nível de especulação econômica e praticamente nenhuma crise econômica que solapasse a estabilidade econômica no período (EICHENGREEN, 2000).

Ademais, fortaleceu-se a atuação da empresa transnacional, potencializando o fluxo de investimento direto externo (IDE) entre as economias centrais. Projeta-se a internacionalização da produção durante essa etapa, observando-se no período forte aumento das plantas industriais na tríade econômica mundial (EUA, União Europeia e Japão), com deslocamento de capitais e investimentos produtivos mesmo para zonas periféricas de acumulação em países subdesenvolvidos da América Latina e Sudoeste Asiático. E, fundamentalmente, conciliam-se nesse ciclo continuados ganhos de produtividade em concomitância com acréscimos remunerativos ao fator trabalho nos países centrais do capitalismo (GONÇALVES et al., 1998).

Essa simbiose virtuosa amonta-se durante quase três décadas, apresentando suas primeiras limitações e constrangimentos ao emergir da década de 1970. O alardeado esgotar dos aspectos institucionais, legais e políticos que haviam sustentado o período áureo do capitalismo do pós-guerra, sumariza-se na expressão “fim das instituições de Bretton Woods”, acordo empreendido para a retomada da estabilidade do sistema monetário internacional e

constituição dos organismos centrais para sua regulação (BELLUZZO, 2009; MOFFIT, 1984).

O último quartil do séc. XX, portanto, principia com rompimentos consideráveis do panorama de estabilidade que antes marcaria a economia internacional. A crise do petróleo, o fim do padrão ouro-dólar e, em sequência, a eclosão da crise da dívida pública nos países periféricos emergem como problemática ao sistema econômico internacional (BELLUZZO, 1999). Como resposta, esse período reserva inúmeras inovações para os agentes reguladores e para os atores participativos do sistema financeiro internacional. Marca-se nesse processo o infundável e ininterrupto surgimento de inovações financeiras, dando dinamismo contundente ao processo despontante alcunhado pelos paladinos do mercado de globalização (BRAGA; CINTRA, 2004; CHESNAIS, 1996).

Esse processo, dito globalizador, maculado já em seus aspectos fundacionais, trazia a promessa de modernização e concomitante multiplicação das fontes de financiamento para esforços de investimento e inovação. Assim, avanços significativos nos montantes de financiamento e crédito para a produção ocorreriam fomentados pela narrativa da potencialidade da canalização de fundos antes inutilizados ou empenhados de maneira aquém. Para países periféricos de capitalismo retardatário, como o Brasil, a promessa da globalização soava mais deleitosa diante da histórica insuficiência de capitais, aspecto sempre pernicioso no processo do desenvolvimento produtivo brasileiro.

Logo, ao se avançar para a metade posterior dos anos 1970, adentra-se o período da mundialização e da financeirização afluyente do sistema econômico, com o vanguardismo dos países centrais e a consecutiva inserção das economias periféricas. Com a gradativa constituição desse capitalismo hodierno, destaca-se a consolidação do processo de mundialização, expressão cunhada em contraposição à versão mais comercial e palatável consubstanciada na terminologia globalização (CHESNAIS, 1996). Multiplicam-se as inovações dispostas ao sistema produtivo, destacando-se as mudanças na tecnologia da informação e comunicação (TIC), facilitadoras de um espalhamento da flexibilização produtiva ao redor do globo. Assim, esse período reserva notabilidades extremadas, com produção infundável de inovações acerca da organização do processo produtivo, da estruturação dos mercados financeiros (como securitização de ativos e sistemas *shadow*) e, ainda mais salutar, com o alargamento dos agentes participativos nessa nova etapa do sistema

econômico, consubstanciado no surgimento dos investidores institucionais (POZSAR et al., 2010; RICKS, 2010; SAUVIAT, 2005).

Como foco especial nesse último aspecto, de modificação das características recentes dos mercados financeiros internacionais, o surgimento da figura dos investidores institucionais, conformados por fundos de investimento, seguradoras e, principalmente, fundos de pensão implica em uma reconfiguração importante dos mecanismos centrais em termos de concentração de recursos (PLIHON, 1999; SAUVIAT, 2005). Como elemento explicativo, em seus aspectos organizacionais, a configuração destes fundos de pensão no mercado brasileiro dá-se em duas categorias: (1) as entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs), com estatutos que permitem a vinculação somente a contribuintes vinculados à empresa relacionada ao fundo; e (2) as entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), sem restrições aos membros participantes.

Com presença mais significativa nas economias centrais, esses agentes passam a figurar como notáveis concentradores de ativos, passíveis de direcionamento para o financiamento de projetos e investimentos. No escopo nacional, os investidores institucionais tomariam espaço no ambiente econômico brasileiro a partir de meados da década de 1970 e 1980, com o incentivo normativo, político e econômico iniciado na segunda metade da década de 1960. A seguir, esclarece-se esse quadro geral que define as características orientadoras do comportamento dos investidores institucionais no mercado financeiro brasileiro, destacando-se, para tanto, alguns aspectos marcantes da constituição das reformas econômicas promovidas no período e que ainda refletem importante parcela da estrutura do sistema econômico e financeiro brasileiro.

### **O Sistema de Financiamento Brasileiro**

A história econômica brasileira é também a história de um capitalismo de características subdesenvolvidas, sujeito a continuados problemas de ordem cambial, tecnológico e financeiro. Submetido repetidamente a crises internas e externas, a condições críticas para o financiamento de sua balança de pagamentos e para a solvência de seus compromissos fiscais, a economia brasileira é sublinhada constantemente pelo estigma da crise, fruto de um brusco e acelerado processo de desenvolvimento, imerso em contradições. Sua industrialização, comprimida aceleradamente em poucas décadas, não corrigiu problemas

fundantes para uma economia capitalista suficientemente estável e virtuosa. Essas problemáticas, fundamentalmente, prejudicaram a montagem da fragilizada estrutura de financiamento e nas características do mercado de crédito e do mercado de capital no Brasil (GUIMARÃES, 1990).

Historicamente, pode-se pontuar a segunda metade da década de 1960, no imediato período pós-golpe civil-militar de 1964, o momento de gênese das estruturas modernas de financiamento e do estabelecimento dos instrumentos edificadores do mercado de capitais no país. Vindo de um início de década marcado por queda do crescimento econômico, inflação alta, emissão monetária avolumada e desemprego expressivo, impõe-se a necessidade de constituição de um aprofundado plano econômico (GUIMARÃES, 1990). Como resultante, tem-se a formulação do conjunto de reformas fiscais, orçamentárias e tributárias denominadas Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG). Este, por sua vez, representou no capitalismo brasileiro a modernização marcante que adequava nosso desenvolvimento produtivo industrial perante as devidas exigências financeiras impostas (RESENDE, 1992).

O PAEG respondia, doravante, ao desafio de montagem de um mercado de capital, que substituísse as alcunhadas fontes inflacionárias de financiamento adotadas. Para tanto, o programa precisava edificar todo um sistema regulatório, que é alcançado com a constituição do Banco Central (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assoma-se também a necessidade de inaugurar um modelo de financiamento público melhorado, para além das emissões primárias de moeda, demandando-se, assim, a expansão da base tributária e a inauguração da emissão de títulos de dívida pública. O incremento da base tributária constituiu-se, desse modo, com o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e o Imposto sobre Circulação de Mercadorias (ICM), marcando o aspecto regressivo da carga tributária nacional sustentada sobre encargos na produção e no consumo (GUIMARÃES, 1990). Para o desenvolvimento do sistema de endividamento público pela emissão de títulos, havia primeiramente que se construir atratividade para tais papeis. Rompe-se, então, com a anacrônica lei de usura e institui-se a correção monetária nos instrumentos financeiros. Como primeiro esforço, com a promulgação da lei nº 4.357, instaura-se as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), compreendida como fonte complementar de financiamento do erário público e de característica não-inflacionária (RESENDE, 1992).

Constituídos esses aspectos marcantes do sistema econômico brasileiro, trata-se de promover incentivos para a atratividade e alargamento dos agentes participantes desse

incipiente mercado de capitais. Para tanto, busca-se fomentar a expansão de emissão de títulos de dívida privada, como debêntures, e sua atração econômica para com os agentes privados. Busca-se, dessa maneira, a participação de bancos comerciais privados e a inauguração participativa dos bancos de investimento nos mercados de capitais brasileiros. Ainda assim, prazos curtos, busca por elevada segurança e baixa liquidez tornam-se demandas viciadas dos agentes operantes no mercado nacional, apesar de incentivos institucionais e legais em períodos recentes para a alternância dessa característica (GUIMARÃES, 1990).

Dessa maneira, o notável processo de fomento de crédito no país, seja para a estrutura de financiamento habitacional ou para o incentivo de instrumentos apoiadores da produção agrícola, tem como sustentáculo e momento inaugural as ações e o arcabouço promovido pelo conjunto de reformas e inovações feitas pelo PAEG. Como base, esse sistema buscou promover o direcionamento de capitais ineficientes e subutilizados que estavam presente no mercado nacional, como exemplificado na canalização de crédito de fundos para-fiscais pelo governo. Assim, as mudanças sofridas pela economia brasileira a partir da segunda metade de década de 1960, incentivadas amplamente pelo crescimento expressivo no início da década seguinte, permitem explicar a configuração institucional que permitiu o surgimento e significância que os investidores institucionais apresentarão, posteriormente, na estrutura do mercado financeiro brasileiro.

### **Investidores institucionais brasileiros: os fundos de pensão**

Os fundos de pensão no Brasil despontam-se gradativamente como importantes interlocutores na estrutura do mercado brasileiro, fundamentalmente, no último quartel do século XX, dado o aspecto notável de consolidação muito recente apresentado pelo mercado financeiro no país (RAIMUNDO; FRACALANZA, 2010). Conforme apontado, serão as reformas do PAEG que darão uma estrutura sistemática e moderna para o mercado de financiamento de longo prazo no país, constituindo agentes reguladores para o mercado monetário e de títulos. Cria-se, portanto, uma estruturação basilar do mercado monetário e financeiro nacional, além de mecanismos fundamentais como a regulação de bancos de investimentos e a instalação da correção monetária.

A regulamentação e a normatização da operacionalidade concreta de fundos de pensão no país alcançam seus marcos legais a partir da década de 1970, mas com demanda

continuada de adaptações diante das características sempre flexíveis e modificantes do ambiente financeiro em que operam.

A legislação pertinente à regulação dos investimentos dos fundos de pensão foi instituída pela Lei nº 6435/1977. Nesta, as fundações viam-se frente a limites mínimos de alocação de recursos em cada classe de ativo. Claramente, a lei visava direcionar os recursos dos fundos de pensão a alocações específicas, notadamente ao financiamento da dívida pública (IPEA, 2010, p. 650).

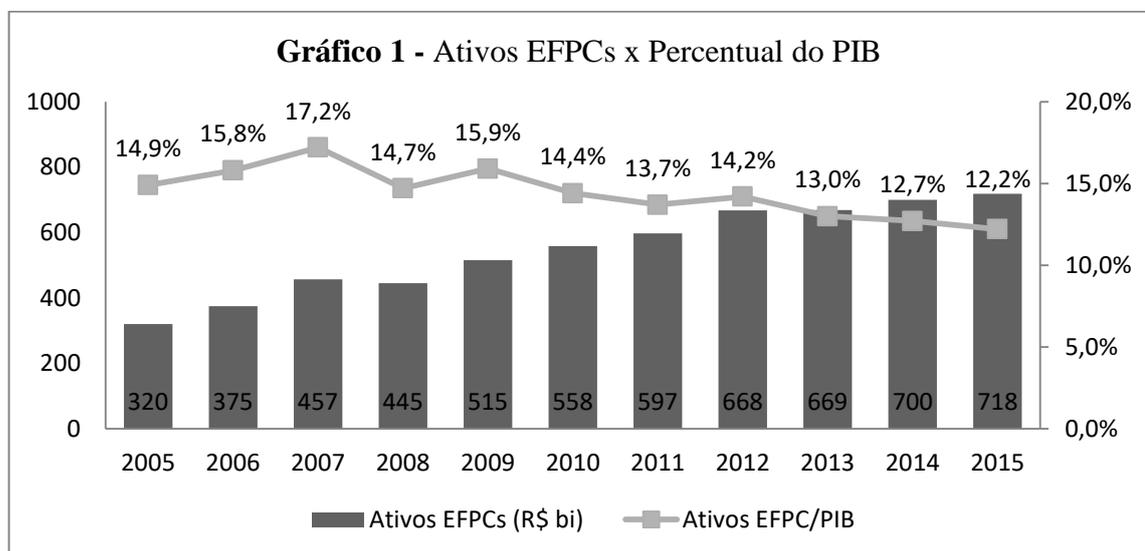
O ordenamento jurídico infraconstitucional regulador da ação dos fundos de pensão, portanto, visa auxiliar na construção de segurança jurídica do tema, para a construção de um mecanismo salvaguardado de vicissitudes e, também, com indicações do agente público do seu interesse para o direcionamento de recursos.

Mudança crucial foi instituída pela Resolução do Banco Central do Brasil (Bacen) no 2.109, de 20 de setembro de 1994, que consolidou as normas antes dispersas e aboliu os limites mínimos, instituindo em seu lugar tetos de exposição dos recursos para cada classe de ativos. Não obstante, o conservadorismo ainda daria o tom da legislação vigente, orientação prevalecente até recentemente, vedando aos fundos de pensão alocações no exterior, operações ativas com derivativos, assim como alto grau de exposição em ativos recém-lançados no mercado, sobretudo aqueles associados ao processo de securitização (IPEA, 2010, p. 650).

Esses instrumentos normativos, portanto, balizam orientações de exposição a risco e fornecem guias para o gerenciamento das carteiras desses agentes. Como resultado, associados aos mecanismos de fundos forçados e poupanças públicas, os fundos de pensão constituem o processo de surgimento dos “arranjos calcados nos regimes de capitalização que permitem a formação de poupança de longo prazo” no país (IPEA, 2010, p. 648).

Em concomitância com a instituição legal, implica-se a constituição dos principais protagonistas nos planos de aposentadoria e pensão. Nesse aspecto, o mercado brasileiro particulariza-se notadamente diante de suas especificidades. Destaca-se o caráter vinculativo dos principais fundos de pensão operantes no país como pertencentes a empresas de capital público ou misto. Entre essas entidades fechadas de previdência complementar com as características indicadas tem-se: o Fundo de Pensão Previ, vinculado ao Banco do Brasil, que contabilizava em dez. de 2015 o somatório aproximado de R\$ 146 bi em investimentos, evidenciando-se como o maior agente da área. Em segundo lugar, destaca-se o Fundo de Pensão Petros, vinculado a Petrobras, que contabilizava no mesmo período o somatório

aproximado de R\$ 49 bi em investimentos. Por fim, a terceira maior entidade evidenciada refere-se ao fundo de pensão associado à Caixa Econômica Federal, denominado Funcef, com recursos indicados aproximados de R\$ 45 bi (ABRAPP, 2015). Esses três agentes, pela estrutura eminente das empresas associadas aos fundos, configuram-se como as maiores EFPCs atuantes no mercado brasileiro, afastando-se longamente dos próximos listados entre as maiores entidades de fundos de pensão fechadas operantes no país. Seus recursos somados remetem a cerca de um terço de todo o somatório estimado de recursos mantidos por estas instituições. Ademais, além dos atores já indicados destacam-se outros crescentes fundos de pensão de empresas públicas, como o Postalís, associado aos Correios, ou empresas públicas privatizadas no passado recente.



Fonte: ABRAPP (2015).

A participação exorbitante que as EFPCs assumem na história econômica recente do capitalismo brasileiro exemplifica-se nos significativos números apresentados nos consolidados estatísticos informativos apresentados pelas instituições, associações e sindicatos participantes na área. Em termos de patrimônio aproximado das EFPCs atuantes no mercado brasileiro pode-se indicar um montante de R\$ 718 bi em recursos (ABRAPP, 2015). Pelo gráfico 1, confere-se que esse valor apresentou crescimento total no último decênio, mais do que dobrando o somatório de recursos administrados. Essa crescente participação constata-se também diante de comparativos dos ativos das EFPCs em termos do Produto Interno Bruto registrado anualmente. Entre 2005-2010, as EFPCs representaram em média cerca de 15,5% do PIB registrado, diminuindo discretamente sua participação no último quinquênio diante

das restrições conjunturais apresentadas na economia, mas ainda representando expressiva participação de recursos. Verifica-se, assim, que a estrutura previdenciária complementar evidencia-se no contexto brasileiro pela sua significância de ativos e por reunir os maiores atores agregadores de recursos na economia brasileira, com potencial eminente de financiamento de posições econômicas para agentes públicos e privados no país.

Destacada a importância dos recursos geridos pelas EFPCs, edifica-se a necessidade de avaliar o direcionamento que esses agentes têm delegado a esses mesmos valores. Nesse aspecto, identifica-se o comportamento conservador dos fundos de pensão no processo de alocação da posição dos seus recursos (IPEA, 2010). Obviamente, freados por compromissos legais e pela demanda de cumprirem obrigações de dispêndios de longa maturação e preservarem uma relação saudável de recursos e dispêndios entre contribuintes e beneficiários das EPFCs, esses atores devem orientar-se em projeções de investimento cautelosas; ainda assim, os “fundos de pensão no Brasil têm portfólios excessivamente conservadores frente à sua necessidade de liquidez” (IPEA, 2010, p. 650).

Pode-se indicar, logo, que na sua composição de portfólio ao definirem seus investimentos “as fundações carregam posições excessivas em papéis de alta segurança, baixo rendimento relativo e alta liquidez, sem que o fluxo de caixa previsto de seu passivo exija tal postura” (IPEA, 2010, p. 650). Ademais, essa aversão acentuada a risco não se justifica pelo ônus passível aos administradores ou diante do “risco de insuficiência de recursos transferido aos participantes” (IPEA, 2010, p. 648). Esse comportamento de caráter profundamente conservador da administração dos portfólios dos fundos de pensão atuantes no mercado nacional explica-se por uma singularidade perniciosa do caso brasileiro acerca da atuação corrente desses agentes: a característica da dívida pública exibir notável liquidez, aliada à “alta rentabilidade e o baixo risco [que] tornaram a aplicação em títulos da dívida pública altamente vantajosa” (LOPREATO, 2014, p. 277).

Conforme ilustrado, a configuração do mercado financeiro brasileiro apresenta significativas especificidades, que o diferenciam notavelmente das praças financeiras mais hipertrofiadas da economia internacional. Obviamente, a dívida pública assume em toda economia desenvolvida o papel de abrigo seguro para riquezas diante de grande desconfiança

e profunda incerteza acerca do futuro<sup>2</sup>, tese já manifestada desde meados do século XIX com as formulações marxianas do Livro III do Capital (MARX, 1981). Entretanto, apesar de exercerem função primordial para salvaguardar agentes em momentos de incerteza aprofundada, o mercado de títulos públicos não deve operar como substituinte ou constrangedor para o desenvolvimento de mercados de títulos privados. Deve auxiliar, em realidade, como instrumento de gestão da autoridade monetária, mas principalmente como mecanismo de segurança institucional para agentes dispostos ao ambiente de incertezas de retorno (CARVALHO et al., 2007).

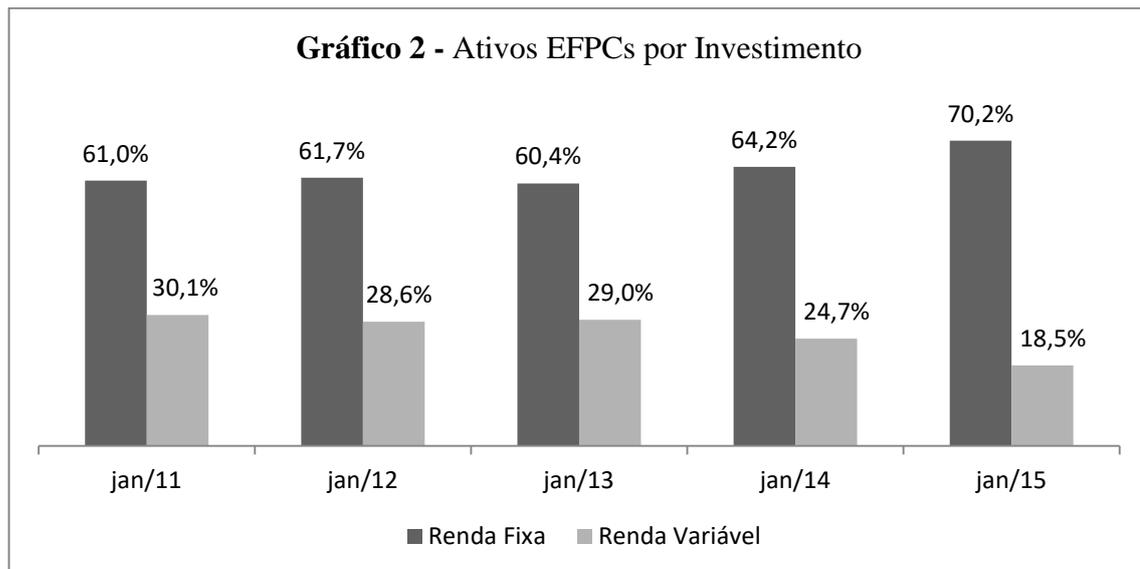
Nesse aspecto, a dívida pública brasileira compromete-se, obviamente, como instrumento fundamental para a construção da política monetária nacional e para a definição da curva de juros no país (CARVALHO et al., 2007). Mas, além das funções comuns, a dívida pública brasileira assume singularidades perniciosas para o panorama do mercado brasileiro. Em termos de liquidez, o mercado secundário de títulos públicos brasileiros apresenta elevado desenvolvimento, em contraste marcante com a evolução restrita do mercado de títulos privados no país, conduzindo à implicação de que “os títulos públicos ditaram os parâmetros de maturidade e rentabilidade das aplicações [...] [inibindo] o florescimento de títulos privados com maturidade longa capaz de atender a demanda de financiamento de diferentes áreas” (LOPREATO 2014, p. 277). Em uma economia marcada pela atrofia de instrumentos financiadores, com uma curva extremamente estreita da maturidade de créditos, a área de tesouro direto destaca-se como segmento atraente e notavelmente desenvolvido na economia nacional. No aspecto de segurança, apesar de movimentos recentes favoráveis a uma reavaliação negativa da capacidade de pagamento do poder público brasileiro, o panorama recente da história do país demonstra sua capacidade de solvência de compromissos. Por fim, relativo à rentabilidade, a dívida pública brasileira é notória pela manutenção de elevado retorno real garantido pelos títulos públicos, fomentando a manutenção de uma curva de juros brasileira que se destaca como uma das mais pronunciadas no mundo (HOLLAND, 2006).

Aspecto salutar proveniente do comportamento da dívida pública brasileira refere-se à forte atratividade incitada aos investidores institucionais no mercado financeiro brasileiro. Fundos de pensão, restringidos por estatutos que compelem à taxa de retorno definida e

---

<sup>2</sup> Exemplo axiomático deve-se ao caso dos *bonds* americanos, títulos da dívida pública estadunidense, ou os *eurobonds*.

exposição moderada a risco, orbitam ao redor da dívida pública, restringindo o incentivo para o direcionamento de crédito para o financiamento de atividades fabris, projetos de infraestrutura ou mesmo maiores ações nos mercados de dívida privada. Ademais, pela atratividade exercida e dominância dos agentes interessados, a dívida pública é compelida à manutenção de perniciosas taxas de juros, sorvendo recursos ao erário e sem incentivos econômicos positivos (OREIRO et al., 2012).



Fonte: ABRAPP (2015).

Essa tríade da dívida pública é expressa na composição do portfólio dos fundos de pensão brasileiros que se manifesta no gráfico 2. Conforme se verifica, os ativos das EFPCs têm crescentemente aumentado sua composição em proventos advindos de renda fixa. Na desagregação, demonstra-se, para o período de jan. de 2015, que no referente a 70,2% dos ativos de renda fixa, 15,5% atribui-se de manutenção de títulos públicos na composição do portfólio e 51,6% refere-se a rendimentos obtidos de outros fundos de investimento, para os quais pesa também fortemente a posse de títulos de dívida pública. Nessa divisão, somente 3,6% configuram-se diretamente como créditos privados e depósitos, aliado com participação inexpressiva numericamente de posse de participação em sociedades de propósito específico (SPE) (ABRAPP, 2015).

Assim, tem-se nutrido essa contradição persistente do sistema econômico brasileiro, verificando-se que esse processo inibe o direcionamento de vultosos recursos como fonte de financiamento para formas de investimento e constringe dilatações da maturidade de crédito no mercado nacional. Por essas implicações e especificidades do caso brasileiro, analisamos a

seguir a principal contribuição identificada de Hyman P. Minsky das implicações da estabilidade macroeconômica advindas das posições mantidas pelos agentes no seu esforço de composição de ativos e passivos. Dessa maneira, espera-se constatar aspectos do dualismo qualitativo da dívida pública brasileira com seus agentes financiadores, característica que constrange modalidades de investimento, mas que promove comportamentos acauteladores de bruscos movimentos especulativos na economia nacional.

### **A hipótese minskyana no caso brasileiro**

Nessa seção, explicamos sucintamente a construção argumentativa da hipótese da instabilidade financeira elaborada por Hyman Minsky e sua correspondente interpretação para o ambiente econômico-financeiro do país. Tendo sido indicada a composição mais fundamental do balanço dos investidores institucionais no país na seção anterior e com especial exemplificação ao caso dos fundos de pensão, interpreta-se como a posição desses agentes pode ser compreendida diante da leitura da hipótese minskyana da instabilidade financeira. Espera-se, com esse esforço, indicar as especificidades da configuração da economia brasileira nessa temática.

A hipótese da instabilidade financeira, desenvolvida por Minsky, postula que a instabilidade é uma variável permanente no sistema capitalista. Sua constituição é fomentada de maneira endógena, implicando que períodos de estabilidade são a exceção nesse ambiente econômico (MINSKY, 1992). Fundamentalmente, os períodos de estabilidade representam o fruto fundamental para a germinação da instabilidade. Em realidade, a própria existência da estabilidade econômica e a concomitante capacidade dos agentes honrarem seus compromissos representam mecanismos fomentadores da alternância dos atores para posições econômicas com risco mais elevado. Haveria, dessa maneira, uma tendência inerente de avanços para posições de investimento mais arriscadas, diante da valorização dos ativos mantidos. Esse processo alcançaria, em fase posterior, um nível significativo de insolvência, com agentes incapazes de honrarem compromissos assumidos. Em decorrência, haveria forte desvalorização de ativos e a emergência de inúmeros agentes em posição deficitária (MINSKY, 1992).

Assim, agentes com expectativas variantes durante o ciclo econômico, dado suas percepções, modificam a organização de seus ativos e passivos, gerando a instabilidade a

partir do mecanismo de financiamento de ativos e da qualidade valorativa dessas posições. Portanto, indica-se a existência de efeito endógeno do sistema econômico de fomentar bolhas especulativas de ativos mesmo em períodos de aparente estabilidade (MINSKY, 1975).

Compreendidas as implicações da hipótese minskyana, busca-se analisar suas resultantes diante das configurações no mercado brasileiro e em face da atuação correspondente de seus agentes. Trata-se, assim, de orientar a hipótese em contraste com a realidade brasileira. Dessa forma, toma-se em apreço a recomendação do mestre brasileiro de não mimetizarmos acriticamente teorias exógenas, fazendo a ciência econômica “transformar-se em um ‘corpo de doutrina’, que se [aceita] independentemente de qualquer tentativa de confronto com a realidade” (FURTADO, 1989, p.160). Adverte-se, contudo, que não se postula a inoperância da hipótese minskyana da instabilidade financeira para a análise do comportamento do mercado de capitais no país. Entretanto, salienta-se que a estruturação da dívida pública brasileira implica em dinâmica singular do caso brasileiro. Investiga-se, portanto, as posições financeiras mantidas pelos principais agentes econômicos no país em correspondência com a dívida pública brasileira e sua consequência para a leitura adaptada da hipótese da instabilidade financeira no país.

Advoga-se que a dívida pública brasileira constrange o reposicionamento dos agentes financeiros, com especial ênfase para os investidores institucionais, para avançarem em projetos de financiamento de longo prazo. Como opção de valorização de suas riquezas e como estuário seguro para a manutenção desses recursos, agentes em seu processo decisório entre ativos e passivos de suas carteiras tendem a nutrir posições que não beneficiam o investimento na órbita produtiva. Esse aspecto prejudica enormemente a capacidade do país em avançar em indicadores fundamentais de composição da taxa de investimento nacional e para avanço do crescimento econômico, pois em “[...] um cenário esperado em que os investimentos produtivos podem ter rendimento negativo ou inferior ao rendimento de ativos financeiros, os potenciais investidores decidem sempre pela não-realização dos primeiros em favor das retenção dos últimos” (OREIRO et al., 2003, p. 130). De maneira aprofundada, ao se observar a carteira de investimento desses agentes, vê-se que além do afastamento do financiamento de bens de capital, com características eminentemente menos líquidas, os investidores institucionais apresentam forte relutância em assumirem compromissos mesmo com papéis de dívida privada, com relativa maior liquidez.

Assim, dentro da compreensão da hipótese minskyana, pode-se acusar que os investidores institucionais mantêm contínua posição *hedge* ao atuarem no mercado brasileiro, em especial os fundos de pensão aqui observados. Ou seja, esses agentes financeiros atuam em situação de financiamento de seus passivos em nível conservador, garantindo que os recursos entrantes sejam suficientes para honrarem os passivos mantidos, ou como posto por Minsky, “as unidades de financiamento *hedge* são aquelas que podem cumprir todas suas obrigações de pagamento contratual com seus fluxos de caixa” (MINSKY, 1992, p. 7, tradução nossa).

Essa implicação poderia conduzir à compreensão errônea de inexistência de instabilidade financeira no mercado brasileiro diante da estrutura com atratividade elevada da dívida pública. Obviamente, a subordinação repetida a crises internas e externas, as condições críticas para o financiamento de sua balança de pagamentos e a variação acentuada do nível de emprego desmentem a defesa do argumento da economia brasileira como um ambiente de calma econômica, como criticado pela forte reflexão do pensamento econômico brasileiro<sup>3</sup>. Confirma-se essa percepção, no período recente, pelo fato que mesmo empresas de forte peso econômico sofreram bruscas desvalorizações e conduziram os fundos de pensão das empresas estatais a apresentarem rombos elevados.

Ou seja, ocorre no mercado brasileiro significativa instabilidade, coadunada com importantes perdas econômicas. Mas, não do tipo preconizado pela instabilidade minskyana (MINSKY, 1986, 1992). Primeiramente, porque o *Big Government* mantém posição continuamente atuante mesmo em períodos de estabilidade, refreando inflexões exasperadas. Segundo, não houve valorização artificial de ativos e dívidas que sofreram forte queda em um momento posterior conforme indicado pela teoria minskyana, cuja abordagem prevê que “economias capitalistas exibem [...] inflações de dívidas que parecem ter o potencial de sair do controle” como o elemento de estopim de reversão do ciclo econômico em vigor (MINSKY, 1992, p. 1, tradução nossa). Logo, preconiza-se a reinterpretação da hipótese da instabilidade financeira para o caso brasileiro com características mitigadas, que alcunharemos de “instabilidade comportada”, apenas como aspecto instrutivo.

O predicamento “instabilidade comportada” remete à característica marcante na economia brasileira que se sujeita regularmente a desequilíbrios conjunturais, reflexo da

---

<sup>3</sup> Confira Mantega (1984) para um resumo dessa literatura.

suscetibilidade elevada a crises de uma economia periférica. A escolha lexical “comportada” justifica-se, mais precisamente, pela interpretação da instabilidade do caso brasileiro possuir comportas mantidas pela dívida pública, não deixando com seu funcionamento movimentos conjunturais de crise atingirem patamares elevados. Como exemplo, no momento de ocorrência da crise financeira recente de 2007-8, os agentes no mercado financeiro brasileiro não estavam em ativos valorizados artificialmente. Novamente, pelos dados estatísticos consolidados do setor, estes se encontravam notavelmente alocados em ativos de renda fixa, com forte atrelamento real à dívida pública nacional (ABRAPP, 2015). Logo, consubstancia-se o potencial de validade da formulada hipótese da instabilidade comportada. Assim, esposase a tese de que o receituário de *Big Bank* e *Big Government* identificado na leitura de Minsky, para reverter a instabilidade fomentada pela venda acentuada de ativos pelos agentes para honrarem suas posições, apresenta funcionamento distinto no Brasil. Em realidade, o *Big Bank* e o *Big Government* atuam continuamente na estrutura financeira nacional, sendo denominador fundamental do cálculo dos agentes econômicos.

Em suma, verifica-se novamente esse dualismo qualitativo da dívida pública brasileira com seus agentes financiadores, refreando bruscas oscilações especulativas de precificações; enquanto, ao mesmo tempo, atrela agentes à dívida pública e onera o erário com o pagamento de elevadas taxas de juros, inibindo o direcionamento de vultosos recursos como fonte de financiamento ou para dilatações da maturidade de crédito no mercado nacional. Assim, tem-se nutrido essa contradição persistente do sistema econômico brasileiro.

### **Considerações Finais**

Ao fim, dado o diagnóstico da qualidade valorativa das posições econômicas mantidas pelos fundos de pensão atuantes no mercado brasileiro, conforme manifestado na terceira seção deste artigo e suas relações com a dívida pública nacional, explicitado na última seção, abaixo, recomendam-se sugestões para uma atuação mais aconselhável desses agentes. Em síntese, identifica-se a necessidade de readequações estruturais que devem ser fomentadas e que fogem do escopo exclusivo de configurações desses próprios atores, demandando um reposicionamento das autoridades monetárias públicas reguladoras e da comunidade econômica mais amplamente como subscritora.

Entre as primeiras modificações necessárias, mas não suficientes, refere-se à estrutura da curva de juros no país. Primeiramente, a manutenção de elevadas taxas remunerativas no mercado monetário implica o cumprimento de taxas de retornos de alcance extremamente laboriosos para os fundos de pensão. A queda da taxa básica de juros torna-se, portanto, um imperativo, como um incentivo fundamental para o reposicionamento dos agentes em investimentos diversos, de maturidade mais ampliada. Associado à modificação da curva de juros no país, deve corresponder a alteração qualitativa dos papéis emitidos para o financiamento da dívida pública, que devem reformar sua estrutura aumentando prazos e diminuindo indexações. Em decorrência, essas medidas devem favorecer uma maior diversificação das posições de investimento dos investidores institucionais brasileiros.

Como implicações econômicas e políticas, deve ocorrer a articulação de agentes públicos e privados de maneira a incentivar o aprimoramento de instrumentos valorativos de mercado, que devem se desatrelar da profunda dependência do desempenho da dívida pública nacional. Nesse aspecto, obviamente, o quadro normativo e institucional promovido pelo agente estatal responsável pela temática tem papel fundamental como conciliador para esse novo comportamento, como manifestado na composição histórica desse arcabouço na segunda seção deste artigo.

Entretanto, essas reorientações para a conduta dos agentes institucionais devem estar coadunadas com o controle restrito da exposição de riscos desses atores, diante do profundo compromisso legal que possuem com seus participantes. Assim, o controle de exposição desses agentes sensíveis ao risco e mecanismos de controle de corrupção na orientação dos seus recursos devem conferir aspecto permanente para a função reguladora do agente público.

Em suma, reconhecida as limitações das propostas expressas, diante da configuração real dos atores interessados, e admitido os limites desse trabalho, permanece aberto o potencial para a análise e recomendações que fomentem avanços continuados no gerenciamento dos recursos dos investidores institucionais no Brasil. Assim, essas novas propostas de pesquisas devem promover avanços qualitativos e quantitativos para a estrutura de financiamento de longo prazo da economia brasileira, de forma que sejam mais favoráveis a um crescimento estável e continuado da economia nacional.

**ABSTRACT:** *This article aims to investigate the economic implications of the participation of institutional investors in the context of the Brazilian market. Therefore, the valuation positions maintained by these players in relation to the composition of their investment portfolios should be observed. It is prudent to note that the portfolio of these agents is constrained by the increase of deadlines and the weighting of greater risks, given the process of valuation attraction given by the Brazilian public debt situation. The guarantee of access to papers that combine liquidity, profitability and relative low risk with public debt, constrains institutional investors to seek value gains in projects such as financing of long-term investments in new industrial plants and capital goods. On the other hand, it is indicated that this conservative behavior of the institutional investors helps in the prevention of large speculative movements in the Brazilian market, conducting us to reinterpret the analysis of the hypothesis of Minsky's financial instability having in account the specificities of the Brazilian case.*

**KEYWORDS:** *Public debt. Instability. Institutional investors. Financing. Pension funds.*

## **REFERÊNCIAS**

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR [ABRAPP]. **Consolidado Estatístico**. São Paulo, dez. 2015. Disponível em: <[http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%20C3%ADstico\\_12\\_2015.pdf](http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%20C3%ADstico_12_2015.pdf)>. Acesso em: 31 mai. 2016.
- BELLUZZO, L. G. M. **Os Antecedentes da Tormenta**. São Paulo: Ed. da Unesp, 2009.
- BELLUZZO, L. G. M. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, J. L. (Org.). **Estado e moedas no desenvolvimento das nações**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999, p.87-117.
- BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. Finanças Dolarizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (Org.). **O poder norte-americano**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004, p.253-307.
- CARVALHO, F. J. C. de. et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.
- EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital: Um História do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Ed. 34, 2000.
- FURTADO, C. **Formação Econômica do Brasil**. 23. ed. São Paulo: Ed. Nacional, 1989.
- GONÇALVES, R. et al. **A Nova Economia Internacional: uma perspectiva brasileira**: Rio de Janeiro: Campus, 1998.

GUIMARÃES, C. M. **1964, Estado e Economia**: a nova relação. 1990. 331f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1990.

HOLLAND, M. Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil?. **Economia e Tecnologia**, Curitiba, v.2, n.1, p.27-42, jan./mar. 2006.

INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS [IPEA]. **Estado, Instituições e Democracia**: desenvolvimento. Brasília: IPEA, 2010. Livro 9. v. 3.

LOPREATO, F. L. C. Dívida Pública: O Limiar de Mudanças. In: BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Org.). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília, DF: IPEA, 2014. p.261-291.

MANTEGA, G. **A economia política brasileira**. São Paulo, SP: Polis; Petrópolis: Vozes, 1984.

MARX, K. **O Capital**: crítica da economia política. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1981. Livro 3. v.5.

MAZZUCHELLI, F. **Os dias de sol**: a trajetória do capitalismo no pós-guerra. Campinas: Facamp, 2013.

MINSKY, H. P. **The Financial Instability Hypotesis**. New York: The Nova Economics Institute, 1992. (Working Paper, 74).

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

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

MOFFITT, M. **O Dinheiro do Mundo**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

OREIRO, J. L. et al. Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil?: uma avaliação empírica. **Revista Economia Política**, São Paulo, v. 32, n. 4, p. 557-579, dez. 2012. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572012000400002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572012000400002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 17 jan. 2018.

OREIRO, J. L. et al. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: SICSÚ, J. et al. **Agenda Brasil**: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. Barueri: Manole, 2003. p. 117-152.

PLIHON, D. A economia dos fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.13, p.41-56, dez. 1999.

POZSAR, Z. et al. **Shadow Banking**: Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 458. 2010. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1645337](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1645337)>. Acesso em: 31 mai. 2016.

RAIMUNDO, L. C.; FRACALANZA, P. S. Transformações do Mundo do Trabalho: as Novas Tecnologias da Informação e Comunicação, os Investidores Institucionais e o Ativismo Sindical Acionarial. **Revista da ABET**, São Paulo, v.9, n.1, jan./jun. 2010.

RESENDE, A. L. Estabilização e Reforma: 1964-1967. In: ABREU, M. P. (Org.). **A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana: 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1992. p.213-231.

RICKS, M. Shadow Banking and Financial Regulation. **Columbia Law and Economics: Working Paper 370**, New York, 2010. Available at:  
<[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1571290###](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571290###)>. Access on: 8 Jun. 2018.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, F. **Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configurações e consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005. p.109-132.