

A crise da Marcação a Mercado em 2002: Uma Perspectiva Histórica

Rogério Mori¹
Guilherme Tavares²
Túlio Bueno³

Resumo

Neste artigo analisamos, sob uma perspectiva histórica, os precedentes e os desdobramentos da implementação da marcação a mercado nos fundos de investimento, em 31 de maio de 2002. Meses antes da implementação da nova regra, as LFT já vinham apresentando deságios crescentes, culminando com a perda de rentabilidade dos fundos de renda fixa e uma onda de saques sem precedentes na indústria de fundos no Brasil. Mostramos ainda, as ações do Banco Central durante a crise, o comportamento dos gestores e investidores e os impactos do evento na dinâmica da dívida pública.

Palavras chave: Política Monetária; Gestão da Dívida pública; Fundos de Investimento; Banco Central.

Abstract

In this paper we analyze, in a historical perspective, the precedents and results of the implementation of the market to market rule over the investment funds, in 31st may of 2002. Some months before, the LFT (Treasury Financial Notes) presented increasing spreads, affecting negatively the profits of the fund industry and generating a huge withdrawn movement from the public. We also show the Central Bank actions during the crisis, the asset managers' and investors' behavior and the consequences of the event on the dynamic of the public debt.

Key words: Monetary Policy; Public Debt Management; Investments Funds; Central Bank.

JEL Classification: E52 - Monetary Policy (Targets, Instruments, and Effects)

¹ Professor da EESP/FVG e coordenador do CEMAP/EESP/FGV.

² Mestre em economia pela EESP/FGV e membro do CEMAP (Centro de Macro Aplicada da EESP).

³ Mestre em economia pela EESP/FGV.

1 Introdução

Em 31 de maio de 2002 o Banco Central (BC), em decisão conjunta com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instruiu os fundos de investimento no País a apreçarem os ativos financeiros em carteira ao valor de mercado a partir do dia 1º de junho daquele ano. Embora essa tenha sido uma medida legítima do ponto de vista financeiro, principalmente com vistas a proteger o aplicador de perdas potencialmente maiores, o evento que ficou conhecido como “episódio da marcação a mercado” teve várias implicações sobre a dinâmica da dívida pública e sobre a indústria de fundos de investimento nos meses subseqüentes. A dimensão plena desse fato ainda não foi exaustivamente explorada no âmbito acadêmico, restando muitas lacunas inexplicadas, particularmente sobre os efeitos dinâmicos desse episódio, que se estenderam por um prolongado período mesmo tendo passado o auge da crise e passados os principais fatores que a provocaram.

Nesse sentido, a ênfase proporcionada no artigo é de um levantamento histórico tanto dos eventos que antecederam o episódio quanto daqueles que se sucederam à marcação a mercado. Nesse contexto, serão analisadas as ações da parte do Governo no sentido de tentar estabilizar o mercado e os preços desses ativos nas semanas subseqüentes ao evento. O trabalho também realizará uma breve discussão acerca das opções que o Banco Central ou o Tesouro Nacional poderiam ter alternativamente à marcação a mercado naquela data.

Em face desses objetivos, a segunda seção procura traçar os antecedentes do evento, ou seja, os motivos que levaram os administradores de fundos a postergarem a marcação a mercado e mostramos as resoluções e cartas circulares divulgadas pelos reguladores e seus efeitos sobre a posição do mercado financeiro no período. A terceira seção analisa o impacto do evento sobre a indústria dos fundos de investimento, que em seu auge chegou a acumular uma perda líquida de quase R\$ 70 bilhões. Dentro deste escopo, mostramos para onde o investidor direcionou a maior parte das aplicações, como se comportaram os deságios das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e quais foram os fundos que apresentaram as maiores perdas. A quarta seção avalia a estratégia do Tesouro de alongar

os prazos médios da dívida pública, bem como as medidas tomadas para evitar o colapso dos preços das LFT. Na quinta parte, discutimos se havia alternativas disponíveis ao Governo Federal que poderiam ter minimizado a turbulência. A quinta parte, por fim, encerra o artigo com as conclusões.

2 Evolução Histórica

2.1 Antecedentes

Ao longo da última década, em especial após a introdução do Real, o governo brasileiro iniciou uma série de reformas no sentido de proporcionar maior transparência à sociedade em aspectos econômicos e financeiros. Do ponto de vista fiscal, por exemplo, passivos públicos não reconhecidos anteriormente (“esqueletos”) foram incorporados ao estoque da dívida pública e os orçamentos públicos tornaram-se mais fiéis à realidade de receitas e despesas em cada uma das esferas de governos. Esse processo também permeou a política monetária, onde o arcabouço institucional do regime de metas para inflação conferiu maior transparência às decisões de política monetária no País.

A necessidade de maior transparência não se limitou apenas à esfera da política econômica. Como forma de minimizar riscos sistêmicos do sistema financeiro nacional, os órgãos de governo tiveram papel fundamental na última década, com destaque para o Banco Central (BC) e para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os avanços em termos de fiscalização e normatização do sistema financeiro nos últimos anos, foram consideráveis e atualmente o sistema é regido pelos principais parâmetros determinados em acordos internacionais dos quais o País é signatário.

A consolidação desse processo ocorreu de forma gradual e ainda requer avanços, como é o caso da implementação de medidas de alocação de capital para risco de crédito privado e risco operacional em curso, de acordo com os dispositivos especificados no acordo conhecido como Basileia II.

No entanto, os avanços processados do ponto de vista do sistema financeiro não foram inteiramente desprovidos de sobressaltos. Talvez o mais marcante deles nos

últimos anos tenha ocorrido em 2002, no que ficou comumente conhecido como o “episódio da marcação a mercado” dos fundos de investimento. Na verdade, esse episódio foi o desdobramento final de um processo que vinha se prolongando desde 1995, onde a realidade dos preços de mercado dos ativos vis-à-vis os valores apreçados nas quotas dos fundos de investimento passou a exibir uma diferença cada vez mais elevada nos meses que antecederam o evento da marcação a mercado, exibindo contornos cada vez mais graves, com elevado potencial de dano ao sistema financeiro do País.

Desde 1995, pela Resolução nº 2.183, o Banco Central almejava que os fundos de investimento apreçassem os ativos de sua carteira ao valor de mercado (prática comumente conhecida como marcação a mercado). Essa resolução instruía as instituições no sentido de, adequadamente, apreçarem seus ativos em conformidade com a realidade dos preços praticados em mercado. Esse procedimento evitaria riscos de natureza financeira que, eventualmente, poderiam afetar a indústria de fundos de investimento, em particular em situações onde os preços de mercado se distanciassem significativamente daqueles registrados pelos fundos de investimento⁴.

A despeito da instrução do Banco Central e dos esforços da entidade no sentido de levar adiante esse processo, não houve avanços significativos que possibilitaram a implementação dessa instrução. Vários fatores atuaram no sentido da protelação desse processo, dentre os quais pode se destacar o fato de que a diferença entre os preços dos ativos em mercado, em particular dos títulos públicos, relativamente aos apreçados nos fundos de investimento praticamente não existia ou era muito pequena, o que diminuía a urgência de um apreçamento pela realidade de mercado. Essa diferença começou a aumentar significativamente apenas a partir de 2001, com a elevação dos deságios das LFT praticados em mercado, acarretando em pressões cada vez maiores por parte do Banco Central juntos às instituições financeiras por um ajuste dos preços dos ativos que

⁴ Até maio de 2002, era uma prática comum de vários fundos de investimento apreçar seus títulos em carteira (em particular as LFT) por uma regra que não refletia os preços praticados em mercado. Tal fato não é um grande problema se o preço registrado pelo fundo não guardar uma distância muito grande em relação ao do mercado. Essa prática guarda contornos mais graves caso essa diferença se torne significativa, o que torna o registro do valor contábil do fundo extremamente diferente do valor dos ativos em mercado, com sérios riscos para o sistema em caso de saques que levem as instituições a liquidarem suas posições em mercado.

refletisse a realidade de mercado.

Nesse contexto, cabe indagar as razões que tornaram as instituições financeiras refratárias a tal ajuste de contabilização de preços. O primeiro ponto a ser enfatizado é que, apesar da orientação dos fundos a marcar a mercado desde 1995, a autoridade monetária não conseguiu reunir esforços para efetivamente implementar as medidas. Não houve punição para os fundos que não estivessem adotando a nova regra, e além disso, não foram estabelecidos procedimentos mais claros a serem seguidos pelos fundos para o processo de marcação a mercado.

Diante desta postura das autoridades monetárias e sem maiores incentivos, os gestores foram postergando a implementação da nova regra de marcação em seus fundos. Enquanto os deságios das LFT fossem praticamente inexistentes, não haveria tanta necessidade em mudar a contabilização. No entanto, no momento em que os deságios começaram a se tornar mais significativos, nenhum dos bancos manifestou interesse em ser o “*first mover*”⁵, mesmo porque, era reconhecido que haveria uma perda na rentabilidade diária imediatamente após a aplicação da nova contabilização, gerando efeitos negativos para sua reputação.

Em um típico problema de Teoria dos Jogos, os gestores se situaram em um “equilíbrio de Nash” que não necessariamente era o equilíbrio eficiente para os agentes envolvidos (BC, investidores e gestores), similarmente ao conhecido “Dilema dos Prisioneiros”. Dado o que os outros gestores estavam fazendo, a melhor estratégia era manter a regra antiga de contabilização. Tal “dilema” só poderia ser resolvido com a intervenção de um agente maior que forçasse todos a agirem ao mesmo tempo.

2.2 Alterações na regulamentação dos fundos de investimento

⁵ O primeiro fundo a marcar seus ativos aos preços de mercado começaria a exibir padrões de rentabilidade e volatilidade das quotas diferentes dos demais caso a prática não fosse adotada de forma conjunta. Essa problemática ganharia contornos mais dramáticos naquele momento nos fundos DI, onde grande parcela do seu patrimônio era composta de LFT e sua tradição histórica era de boa rentabilidade com baixa volatilidade. A eventual ação isolada de uma instituição em proceder à marcação sem ser acompanhada pelas demais refletiria em uma maior volatilidade relativa das quotas dos seus fundos e em menor rentabilidade, com conseqüente perda de participação de mercado na indústria de fundos.

Tendo em vista proteger os investidores financeiros, reduzir o risco sistêmico potencial e, ao mesmo tempo, resolver o impasse criado no âmbito das instituições financeiras quanto à marcação a mercado, em 15 de fevereiro de 2002, o Banco Central, através da Circular nº 3.086, instruiu mais enfaticamente que os títulos de renda fixa nas carteiras dos fundos de investimento passassem a ser atualizados pelo seu valor de mercado (como mostra abaixo o artigo 3º da Circular nº 3.086), especificando os critérios e a metodologia que deveriam ser utilizados para que os procedimentos praticados pelos fundos de investimento brasileiros ficassem em conformidade com padrões contábeis internacionais.

“Art.3º Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referida no art. 1º, inciso I, bem como os instrumentos financeiros derivativos de que trata o art. 2º, devem ser ajustados, diariamente, pelo valor de mercado, computando-se a valorização ou a desvalorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período.”

A Circular permitiu que as instituições utilizassem alternativamente os preços médios dos ativos em mercado ou seu valor líquido provável encontrado por algum modelo de apreçamento ou preços de instrumentos semelhantes e valores de ajustes diários. Ou seja, os deságios de cada dia passaram a ser importantes na obtenção das quotas dos fundos de renda fixa (ver abaixo parágrafo 1º do artigo 4º da mesma Circular). A Circular exigia que os fundos se enquadrassem às normas até 30 de junho de 2002.

“Art 4º - Parágrafo 1º O ágio ou deságio apurado nas operações de aquisição de títulos de renda fixa, inclusive os representativos de dívida externa de responsabilidade da União e quaisquer outros transacionados no mercado internacional, deve ser reconhecido em razão da fluência do prazo de vencimento dos papéis.”

Após a edição dessa Circular, várias discussões técnicas surgiram no âmbito das instituições financeiras e dos órgãos reguladores quanto à exequibilidade das alterações essenciais dentro do prazo previsto sem que houvesse dano ou prejuízo à indústria de

fundos brasileira. Em virtude das dificuldades encontradas, em 6 de março de 2002, o Banco Central emitiu a Circular nº 3.096, alterando o prazo de adequação às novas normas de apreçamento dos ativos para 30 de setembro de 2002.

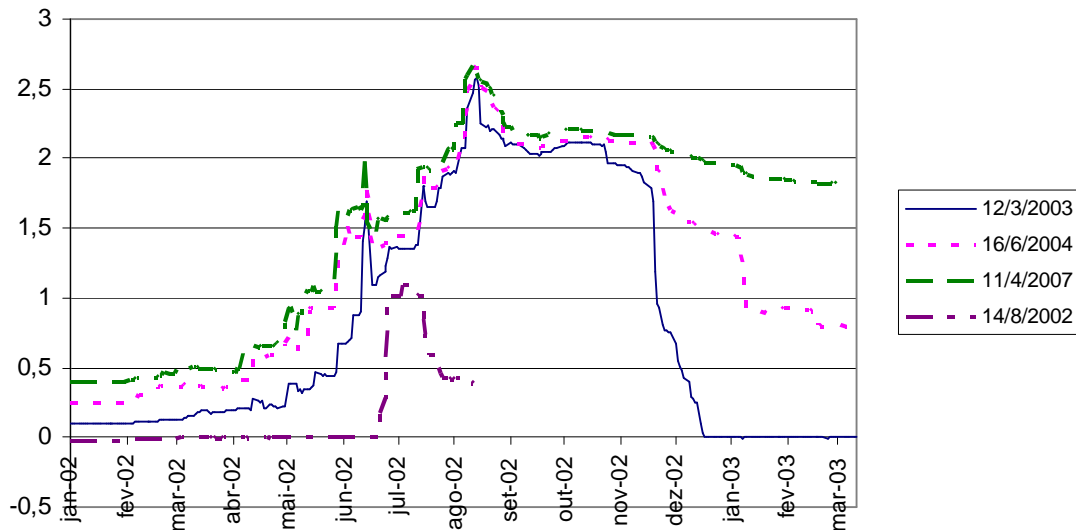
Tal ampliação daria, em tese, condições para que as discussões técnicas evoluíssem e se consolidasse uma posição em termos dos procedimentos a serem adotados para que os preços dos ativos de renda fixa nos fundos de investimento refletissem de forma integral a realidade dos preços praticados em mercado.

No entanto, a evolução dos fatos se contrapôs às expectativas dos agentes do mercado financeiro e dos órgãos reguladores. Em outras palavras, a diferença dos preços dos ativos de renda fixa praticados no mercado financeiro em relação àqueles contabilizados nas carteiras dos fundos de renda fixa, em particular as LFT, ampliou significativamente, aumentando o risco sistêmico do sistema financeiro no período. A deterioração dos preços de mercado das LFT no período pode ser observada no gráfico 1, com a ampliação dos deságios desses títulos entre março e maio de 2002, em particular dos títulos com vencimento mais longo⁶. A urgência dessa problemática fez com que em 29 de maio de 2002, em decisão conjunta com o Banco Central, a CVM publicasse a Instrução nº 365, alterando novamente a data para enquadramento às normas estabelecidas pela circular nº 3.086. A mudança antecipou o enquadramento para dois dias após a decisão, ou seja, para 31 de maio de 2002⁷. Já com a nova metodologia aplicada, em 14 de agosto de 2002, mais uma vez em decisão conjunta com o Banco Central, a CVM emitiu a Instrução nº 375, que passou a permitir que títulos de renda fixa com remuneração pela taxa SELIC ou taxa DI com até um ano de vencimento pudessem ser apreçados sem levar em consideração o

⁶ Como os fundos de investimento de renda fixa, em particular os fundos DI, continuaram a contabilizar pela forma antiga (vide discussão na seção 2.3), o valor do patrimônio registrado pelos fundos passou a guardar uma distância cada vez maior em relação ao seu valor de mercado no período.

⁷ Um dos riscos prementes associados a essa questão diz respeito aos problemas de assimetria de informação. Como uma parcela dos investidores já estava ciente do problema no período, sua lógica levaria à realização dos saques antes da implementação da marcação a mercado, forçando o fundo a se desfazer do ativo ao valor de mercado, que era significativamente inferior ao valor contabilizado. Tal prejuízo seria repassado aos demais investidores que haviam permanecido no fundo e surgiria na sua integralidade no momento da marcação. A antecipação da marcação foi a forma encontrada para evitar o agravamento desse problema.

Gráfico 1 - Deságio das LFT por prazo de vencimento (em %)



Fonte: Andima

deságio de mercado, caso o fundo comprovasse condições financeiras de mantê-los até seu efetivo vencimento.

2.3 Problemática da antiga contabilização dos fundos de renda fixa

A gravidade da antiga contabilização dos fundos se tornou mais intensa a partir de fins de 2001 e início de 2002 no caso dos fundos DI, que representavam uma parcela expressiva da indústria de fundos de investimento e cuja composição do ativo era, na sua maior parte, de Letras Financeiras do Tesouro. As quotas dos fundos DI, em geral, eram calculadas desconsiderando o deságio das LFT que compunham os fundos na data de cálculo. Em outras palavras, como os títulos não estavam sendo marcados a mercado, sua rentabilidade era dada pela “curva” do título ou calculada pela Taxa Interna de Retorno (TIR) do momento da compra. Tal prática de apreçamento, no entanto, era adequada para os fundos de investimento, uma vez que era comum que o fundo detivesse um título com vencimento específico sem que houvesse negócios no mercado secundário com esse ativo. Dessa forma, o padrão adotado era coerente com essa prática, principalmente no caso das LFT, que tinham vários vencimentos distribuídos no tempo e cujo risco percebido era baixíssimo, ou seja, sempre se esperou que a diferença entre os preços em

mercado e aqueles contabilizados nos fundos fosse pequena⁸.

Porém, esta expectativa não se concretizou, e cada vez mais existia a possibilidade da ocorrência perdas indevidas, não somente para investidores, como também para gestores. Do ponto de vista dos investidores, a não marcação a mercado poderia gerar uma distorção no momento em que um investidor sacava seus recursos do fundo de investimento. Na medida em que os investidores solicitam saques, o gestor do fundo é forçado a vender o ativo, no caso a LFT, no mercado secundário para normalizar seu fluxo de caixa e transferir os recursos para o investidor. Porém, o valor que o gestor recebe pelo título vendido depende do deságio observado do mesmo na data. Ou seja, quanto maior o deságio, menor o preço do título e, portanto, menor é o valor recebido na sua venda.

A fonte de distorção neste mecanismo está justamente no fato de que o investidor recebe os recursos baseados na cota que considera o valor do título sem o deságio que reflete a realidade de mercado. Em outras palavras, os investidores que retiravam os recursos acabavam recebendo um montante superior ao que os gestores recebiam pela venda dos títulos no mercado secundário. Com a ampliação dos deságios das LFT e a queda dos seus preços no mercado secundário, o efeito desse descasamento se tornou significativo e movimentos de saques levou a prejuízos que seriam repassados aos demais quotistas que permanecessem com aplicações no fundo.

Com relação aos gestores, a falta da padronização da contabilização dos fundos também provocava danos potenciais. Isto porque os fundos de investimento que já marcavam a mercado antes de 31 de maio tornaram-se menos atrativos, tanto em termos de rentabilidade quanto do ponto de vista de volatilidade. Ou seja, instituições financeiras

⁸ O único risco percebido por uma LFT é o de crédito do Tesouro Nacional, uma vez que esse é um título pós-fixado com rentabilidade atrelada à taxa Selic. Esse risco é apreçado no deságio das LFT (quanto maior o risco de crédito, maior o deságio do título). Como o Tesouro Nacional historicamente sempre foi percebido como um agente de baixíssimo risco de crédito, a percepção geral dos agentes é de que o deságio sempre seria pequeno, o que historicamente sempre foi uma verdade. Esse fato sempre permitiu aos fundos que os procedimentos de apreçamento adotados ocorressem sem maiores problemas. O agravamento, no entanto, ocorreu em fins de 2001 e início de 2002, quando os deságios começaram a aumentar significativamente.

que se anteciparam à implementação da regra⁹ podem ter perdido recursos para fundos de investimento de instituições que ainda não marcavam a mercado e exibiam retornos mais elevados e menor volatilidade em suas quotas.

O mecanismo descrito pode ser mais facilmente visualizado através de um exemplo. Suponha que as LFT sejam emitidas com valor nominal de R\$ 1.000 na data de emissão, corrigido diariamente pela taxa SELIC divulgada todos os dias pelo Banco Central. Antes da marcação a mercado, o Valor Nominal Atualizado calculado para a LFT era dado por:

$$VNA = 1000. \prod_{i=1}^n (1 + SELIC_i)^{1/252}$$

Após marcação a mercado, o Valor a Mercado (VP) calculado para a LFT passou a ser:

$$VP = \frac{VNA}{(1 + s_c)^{\frac{pz}{252}}}$$

Sendo s_c a taxa de deságio e pz o prazo em dias úteis da data de apreçamento até a data do vencimento do título.

Suponha-se, por exemplo, que a data (atual) de apreçamento pelo gestor seja 01/12/2004, de uma LFT com data base em 01/07/2000 e vencimento em 20/06/2007. Isso implica em 639 dias úteis até o vencimento do título. Calculando o produtório das taxas diárias divulgadas pelo Banco Central, encontramos uma Selic acumulada de 113,1199% entre 01/07/2000 e 01/12/2004. Se na data de apreçamento (01/12/2004) a LFT estava sendo negociada no mercado secundário com um deságio de 0,349%, então:

$$VNA = 1000.(2,131) = 2131,199$$

$$VP = \frac{2131,19}{(1 + 0,00349)^{\frac{639}{252}}}$$

⁹ Estes fundos eram esmagadora minoria no mercado. A maioria dos fundos só passou a marcar a mercado efetivamente a partir de 31 de maio de 2002.

Ou seja, o fundo que apreçava de acordo com a nova regra estabelecida pelo Banco Central apresentava, neste exemplo, uma perda equivalente a R\$ 18,76 ou de 0,88% em seu patrimônio líquido em comparação aos fundos que adotavam a contabilização antiga. Isto explica porque alguns fundos perderam até mais que 1% em apenas um dia no momento da marcação em fins de maio de 2002, tendo em vista que naquele mês os deságios das LFT já estavam bem acima de 0,349% e que a carteira dos FIF era composta em mais de 50% por LFT.

2.4 Ambiente Político-Econômico

O ano de 2002 foi marcado por uma grave crise de confiança no Brasil. Fatores internos e externos contribuíram para aumentar o risco-país, derrubar a bolsa e levar a cotação do dólar à sua maior marca desde a implantação do plano Real.

No cenário internacional, mudanças na aversão ao risco do investidor estavam sendo observadas desde o ano anterior. Em setembro de 2001, o ataque terrorista às Torres Gêmeas e ao Pentágono alterou a percepção dos investidores, que migraram muitas de suas aplicações para os títulos do Governo Americano (títulos considerados livres de risco). Após o ataque, escândalos contábeis com grandes empresas, como a ENRON e WORLDCOM, aumentaram ainda mais a aversão ao risco. O foco também estava voltado para a Argentina que, após 10 anos de regime de câmbio fixo, não encontrou outra alternativa a não ser a desvalorização de sua moeda e a renegociação de sua dívida. Dadas as características de país emergente, dependente de fluxo de capitais, e principal parceiro do Brasil, a crise da Argentina teve influência direta sobre as condições brasileiras. Os bancos, arcando com grandes prejuízos na Argentina, percebiam o Brasil como um risco elevado e potencialmente próximo a entrar em crise. Dessa forma, essa seqüência de eventos levou os investidores a gerarem uma espécie de *credit squeeze* no Brasil, com a saída de recursos externos que depreciou fortemente a taxa de câmbio.

Internamente, o Brasil passava por um período eleitoral e, pela primeira vez um presidente de esquerda tinha grande chances de ganhar as eleições. Luís Inácio Lula da Silva e seu partido, PT (Partido dos Trabalhadores), não só eram de esquerda, mas também tinham um passado radical contrário a empréstimos em organismos

internacionais, como o FMI, discursos contra a globalização dos mercados e, principalmente, sobre o não pagamento de dívidas. Neste contexto, o mercado financeiro, que já estava abalado pelos prejuízos auferidos no país vizinho, foi tomado por uma percepção de risco de *default*, parcial ou total, da dívida.

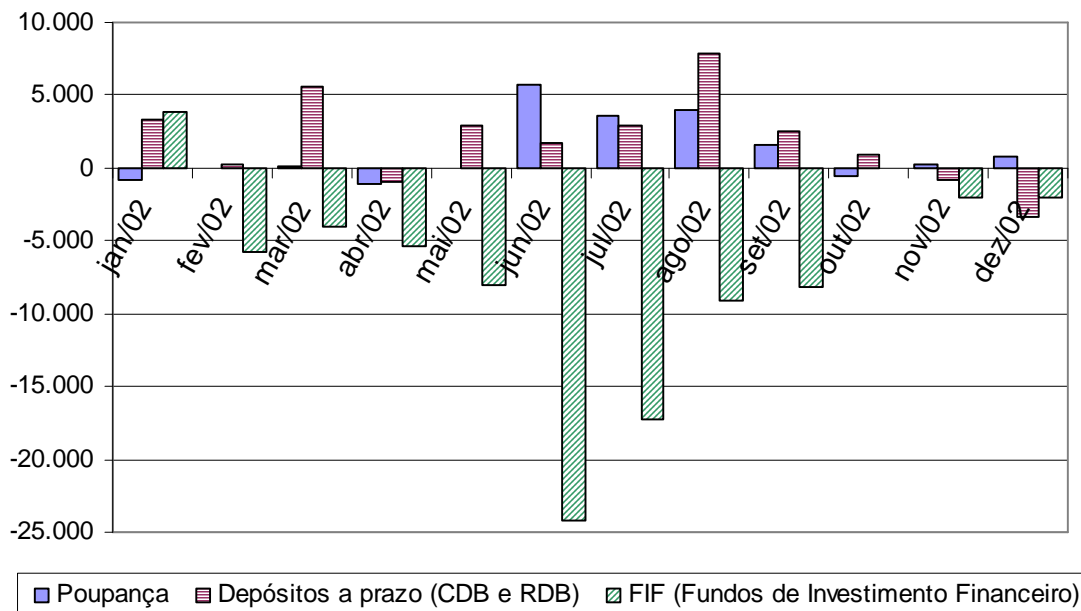
A dívida pública havia crescido muito nos anos anteriores a 2002, principalmente no primeiro mandato do governo Fernando Henrique Cardoso, por conta de reconhecimento de passivos fiscais (“esqueletos”), resultados primários insatisfatórios até 1998, estrutura institucional fraca (a Lei de responsabilidade Fiscal não havia entrado em vigor) e forte depreciação do câmbio. Analisando a sustentabilidade da dívida pública, Goldfajn e Guardia (2003) mostram que as principais fontes de elevação da dívida pública brasileira não tinham motivo para se repetir nos próximos anos e, dadas as expectativas de inflação, taxa de juros, crescimento do PIB, entre outras variáveis, a dívida deveria apresentar uma trajetória decrescente. Porém a possibilidade de um novo governo irresponsável na área fiscal e contrário ao pagamento de suas obrigações, gerava temores entre os investidores, que levavam seus recursos para portos mais seguros, vendendo seus títulos públicos brasileiros e aumentando, assim, o deságio nos mesmos.

3 Efeitos do evento sobre os fundos de investimento

A marcação a mercado, feita em um momento de turbulência econômica e política, em que tanto o deságio quanto a volatilidade nos preços dos títulos era elevada, provocou um forte impacto de redução no valor das quotas de fundos de investimento de renda fixa. Apesar da emissão de notas explicativas, conforme exigido pela Circular nº 3.088 sobre o porquê da queda acentuada do valor das quotas em fundos de renda fixa, muitos investidores temiam a possibilidade de ocorrência de novas perdas e começaram a retirar seus recursos, migrando-os, principalmente, para Certificados de Depósito Bancário (CDB) e caderneta de poupança (gráfico 2), produtos financeiros que, em tese, transmitiam maior segurança ao aplicador¹⁰.

¹⁰ - O Fundo Garantidor de Crédito (FGC) garante aos aplicadores de CDB e poupança o valor de até R\$20.000, independentemente do valor total aplicado, em caso de falência ou default do emissor.

Gráfico 2 - Captação líquida mensal (em milhões R\$)



Fonte: Banco Central

Como pode ser observado no Gráfico 2, o saldo de captação líquida dos fundos de investimento (FIF) ficou negativo entre fevereiro e dezembro de 2002, chegando a acumular uma perda líquida de quase R\$ 70 bilhões no período (Risk Office, 2002). Diante de um intenso volume de resgates, os gestores de fundos eram obrigados a vender uma quantidade crescente de títulos. Logicamente, os títulos mais vendidos eram os de prazo de vencimento mais longo, uma vez que estes traziam maior volatilidade para a carteira (quanto maior o prazo de vencimento do título, maior a intensidade com que os deságios futuros afetam seu valor presente). O movimento de venda em massa destes títulos provocava crescente aumento nos deságios dos mesmos (Gráfico 1), trazendo novas perdas nas carteiras dos fundos de investimento, em um movimento de círculo vicioso.

No que se refere à rentabilidade da indústria de fundos por tipo de emissor, Caselani (2002), analisando 570 fundos de investimento com *benchmark* em CDI, chegou a um resultado interessante. Os fundos administrados por bancos estatais foram os que

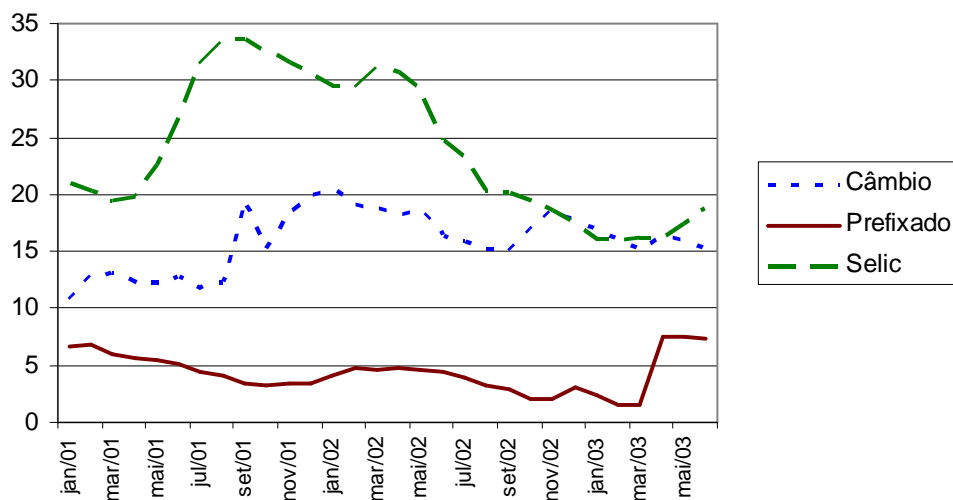
apresentaram a maior perda de rentabilidade com a mudança da contabilização, se comparados com os fundos administrados por instituições privadas (estrangeiras ou nacionais). Os fundos de administradores privados sofreram uma perda menos abrupta porque alguns destes, antes mesmo de 31 de maio, já adotavam a regra de marcação a mercado. Em compensação, houve perda gradual de rentabilidade destes fundos nas semanas que antecederam o evento, reflexo do aumento dos deságios das LFT.

Apesar dos fundos de administradores estatais terem sido os mais resistentes em aplicar a regra de marcação a mercado e, com isso, registrarem as perdas mais acentuadas em um primeiro momento, os mesmos, paradoxalmente, foram os que apresentaram a maior captação líquida no período, ou seja, o maior aumento de patrimônio. Uma possível explicação, segundo Caselani (2002), é o maior interesse dos investidores por fundos de bancos estatais em momentos de instabilidade, ou quando há perspectiva de mudanças nas regras de mercado.

4. Estratégia do Tesouro e efeitos na dívida pública

Desde meados de 2001 o Tesouro vinha adotando a estratégia de alongar os prazos da dívida mobiliária federal, principalmente da parcela com o perfil pós-fixado, como pode ser observado no gráfico 3.

Gráfico 3 – Prazo médio da dívida por indexador (em dias)

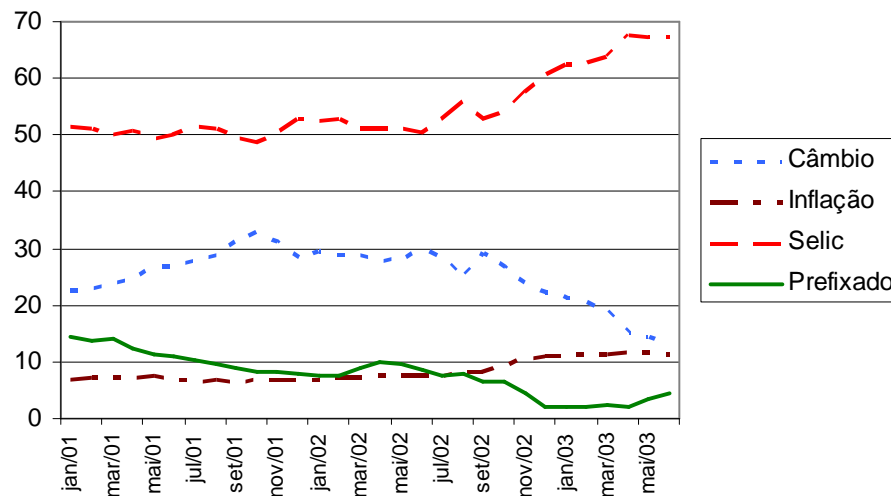


Fonte: Banco Central

A estratégia básica divulgada no Plano Anual de Financiamento 2001 pode ser resumida como “o alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública; a substituição gradual dos títulos remunerados à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada; e conseqüentemente, a possibilidade de se desenvolver uma estrutura a termo de taxas de juros”.

Porém, ao longo de 2001 a administração da dívida pública ficou comprometida, com surgimento de choques adversos na economia mundial. Em particular, a desaceleração da economia americana e o agravamento da situação da Argentina permitiram somente o cumprimento parcial das metas planejadas: houve um alongamento do prazo médio da dívida, porém não foi feita a substituição de títulos pós-fixados por títulos pré-fixados como previsto inicialmente. Pelo contrário, houve uma piora do perfil da dívida pública, com o aumento da participação de dívida indexada ao câmbio e a diminuição da participação de dívida prefixada, conforme pode ser observado no gráfico 4.

Gráfico 4 – Participação na dívida pública por indexador (em %)



Fonte: Banco Central

A dificuldade de colocação de títulos prefixados pelo Governo é relacionada fortemente com o passado de pressões inflacionárias e movimentos bruscos de política monetária, que ainda provocam algum receio por parte do investidor final, em escolher fundos de investimento com perfil pré-fixado. Portanto, em momentos de incerteza no cenário econômico, com perspectiva de elevação dos juros, como ocorreu em 2001, a tentativa de colocação de títulos que não tenham taxas flutuantes se torna ainda mais complicada.

Com relação ao alongamento dos prazos de maturação das LFT, que a princípio poderia ter significado um pequeno avanço, se revelou, na verdade, uma fonte de instabilidade no início do ano seguinte, já que o aumento dos deságios foi verificado com maior intensidade justamente nas LFT com vencimento mais longo¹¹.

O Banco Central ainda tomou outras medidas que aumentaram a exposição do mercado a riscos. Em março de 2002, o Banco Central e o Tesouro Nacional iniciaram a estratégia de ofertar LFT conjugadas com *swaps* cambiais, inaugurando o ingresso formal do BC no segmento de derivativos. Segundo Baroni (2002), a “medida visava aumentar a

¹¹ Por outro lado, o alongamento da dívida pós-fixada diminuiu o risco de rolagem da dívida.

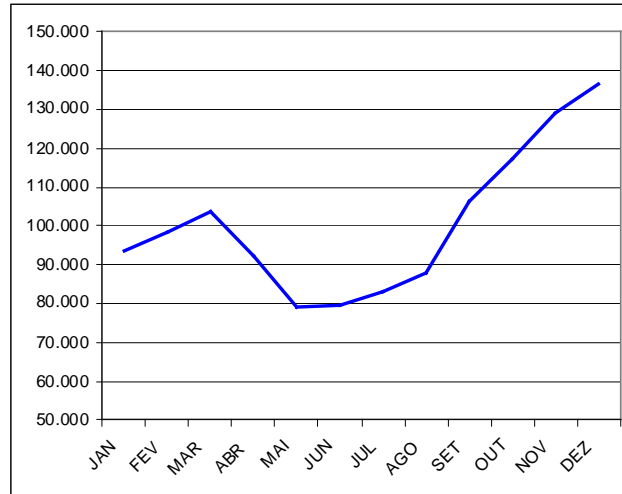
eficiência e diminuir os custos fiscais na rolagem de títulos cambiais, porém, a obrigatoriedade de se adquirir LFT nas aquisições de *hedge cambial* acabou por exercer um efeito depreciativo sobre os preços dos papéis do Tesouro, uma vez que a demanda por proteção cambial era superior à necessidade dos fundos em compor suas carteiras com títulos pós-fixados”. O excesso de LFT¹² no mercado se torna evidente quando observamos a elevação do prêmio de risco de negociação destes papéis no mercado secundário; o deságio, que era praticamente nulo, alcançou patamares significativos a partir de março (vide Gráfico 1).

Em maio de 2002, pouco antes da implementação da regra da marcação a mercado, com a intensificação dos movimentos de depreciação das LFT, o Banco Central iniciou estratégia de recompra de parte dos títulos de longo prazo e reduziu os prazos daqueles ofertados. Porém, a medida não foi suficiente para conter a desvalorização desses títulos. Conforme já observamos, as quotas dos fundos de investimento sofreram fortes perdas com a antecipação da nova regra de marcação.

Nos meses de junho e julho, a dúvida quanto à capacidade do Governo de financiar a dívida pública, aliada às incertezas relativas à eleição presidencial, estendeu a desvalorização para outros títulos públicos federais, além de influenciar o risco-país e a cotação da moeda norte-americana. Para tentar conter o efeito negativo sobre os preços das LFT, o Banco Central voltou a realizar leilões de *swap* cambial “solteiro”, ou seja, as vendas de LFT foram desvinculadas da venda de *swap*. De forma conjunta, foi intensificada a estratégia de realização de leilões de troca de títulos, com a recompra de títulos com vencimentos de 2003 em diante e a venda de títulos aos bancos majoritariamente com vencimento em 2002 e início de 2003.

¹² A operação casada atingiu, entre março e abril, o montante de R\$ 8,6 bilhões

Gráfico 5 - Volume das Operações com Títulos Federais no Mercado Secundário em 2002 (Média Mensal, R\$ milhões)



Fonte: Banco Central

Os deságios nos preços das LFT apresentaram tendência crescente, atingindo o pico de 2,75% em agosto de 2002. Diante de intensa pressão das instituições financeiras, e temendo um aumento ainda mais brusco do deságio das LFT, em agosto o Banco Central divulgou um “programa de recompra”, prometendo trocar em leilões pelo menos R\$ 11 bilhões de títulos, criando assim, a demanda para os papéis mais longos¹³. Esta medida, em conjunto com a flexibilização da marcação a mercado para títulos com vencimento de até 1 ano, acalmou e recuperou a liquidez no mercado secundário (Gráfico 5).

5 Estratégias Alternativas

Uma das grandes questões envolvendo o episódio conhecido como o evento da marcação a mercado diz respeito ao fato de se existiam estratégias alternativas no período que poderiam ter minimizado os efeitos da marcação sobre os fundos de investimento e, conseqüentemente, sobre os desdobramentos que se seguiram a esse processo.

¹³ Logo em seguida, com o objetivo de neutralizar o impacto monetário do programa de recompra de títulos, o Banco Central aumentou, em 3 p.p. as alíquotas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e depósito a prazo, e em 5 p.p. referentes a depósitos em poupança. Note-se que, em junho, o Banco Central já havia elevado as alíquotas de depósito compulsório em 5 p.p. sobre os depósitos a prazo e poupança.

Realizar esse tipo de análise, no entanto, apresenta diversas dificuldades, dentre as quais destaca-se o fato de ser realizada *ex-post*, ou seja, incorrer no viés de simplificar a problemática presente nos momentos que antecederam e sucederam o evento em 2002. No entanto, a despeito dessas dificuldades, cabe uma reflexão sobre as alternativas de ação possíveis no contexto da situação vivenciada em 2002 e quais os possíveis efeitos sobre os agentes de mercado.

Nesse sentido, uma primeira alternativa decorre do próprio processo de marcação a mercado dos ativos de renda fixa. A determinação conjunta do Banco Central e da CVM foi da marcação dos ativos de uma única vez a partir de uma data específica. As perdas significativas observadas nos fundos de investimento de renda fixa nesse processo ocorreram pelo fato de que os ativos foram marcados de uma única vez nessa data específica. Como os preços desses ativos, em particular das LFT, contabilizados nos fundos de investimento guardavam uma diferença considerável em relação aos praticados no mercado, as perdas de um único dia foram consideráveis e geraram temores de novas quedas nos dias seguintes, o que motivou diversos investidores a retirarem seus recursos. Conforme apontado anteriormente, esse processo levou a sucessivas quedas nos dias seguintes à marcação, com uma crescente deterioração dos preços das LFT em mercado, em particular daquelas com vencimento mais longo, e uma dinâmica perversa em termos de rentabilidade e volatilidade nas quotas dos fundos.

Uma forma alternativa de suavizar esse processo teria sido estabelecer um cronograma de marcação a mercado de ativos de renda fixa nas carteiras dos fundos de investimento pelo prazo de vencimento do ativo. Os efeitos sobre a rentabilidade e volatilidade desse procedimento sobre os fundos de investimento seriam mais diluídos no tempo, ao longo da implementação da marcação de acordo com o estabelecido no cronograma. Esse tipo de procedimento poderia ter evitado o efeito de queda acentuada da rentabilidade em um único dia e das retiradas dos investidores dos fundos de investimento que levaram às quedas sucessivas dos preços das LFT negociadas em mercado. Essa estratégia, no entanto, não elimina o risco de assimetria de informação no mercado, que não pode ser desprezado, ainda mais nas circunstâncias reinantes no primeiro semestre de 2002.

Outra alternativa possível para diminuir os efeitos da marcação a mercado teria sido a intensificação de uma troca prévia por parte do Tesouro Nacional de títulos públicos com vencimento mais longo por títulos com vencimento mais curto. Essa estratégia criaria um suporte e, eventualmente, recuperaria os preços de títulos com vencimento mais longo, em particular as LFT, reduzindo seu deságio em mercado e a diferença com os preços contabilizados pelo fundos de investimento. Esse procedimento minimizaria os impactos da marcação em termos de rentabilidade e volatilidade no instante da sua adoção, evitando os efeitos subseqüentes derivados desse processo. No entanto, vale ressaltar que essa estratégia representaria, na prática, uma redução do prazo médio da dívida pública em mercado e, no conturbado primeiro semestre de 2002, poderia representar um sinal negativo para os agentes econômicos, além de reverter todo o esforço de alongamento da dívida pública federal realizado pelo Tesouro Nacional em 2001.

Em suma, assim como a estratégia efetivamente adotada pelo Governo em 2002, as estratégias alternativas aqui esboçadas também guardariam riscos no que tange à sua adoção.

6 Conclusões

O episódio da marcação a mercado ocorrido em maio de 2002 deixou lições e marcas sobre o sistema financeiro, em particular sobre a indústria de fundos de investimento, ainda hoje não completamente assimiladas e compreendidas. Os impactos e efeitos desse evento guardam uma grande relação com suas origens, onde o processo de apreçamento dos ativos de renda fixa adotado pela indústria de fundos de investimento possibilitava que os preços contabilizados guardassem uma diferença em relação aos preços praticados em mercado. Essa problemática se agravou em fins de 2001 e no primeiro semestre de 2002, quando os deságios das LFT negociadas em mercado aumentaram significativamente.

A estratégia adotada pelo Banco Central em conjunto com a CVM naquele período mostrou-se consistente do ponto de vista financeiro e econômico, sempre esbarrando nos limites do possível impostos pela realidade dos fatos. Do lado da indústria de fundos, os

movimentos inesperados de queda acentuada dos preços das LFT representaram uma amarga realidade difícil de lidar ante as práticas de marcação aceitáveis em períodos anteriores. O evento da marcação a partir do final de maio de 2002 trouxe grandes prejuízos a essa indústria nos meses subsequentes, algo somente revertido muito mais adiante. Estratégias alternativas para lidar com o problema poderiam ter sido adotadas, mas também embutiam riscos não desprezíveis.

Talvez a maior lição tirada desse episódio para os órgãos reguladores e para os agentes de mercado foi a de que os ativos, na medida do possível, devem ser apreçados (“marcados”) a mercado sempre, independente da natureza da sua rentabilidade e do seu risco.

Bibliografia

BARONI, Sandro. Choques na Economia afetam estratégia do Tesouro e do BC. **Andima**. Retrospectiva 2002. Páginas 1 a 4. Disponível em http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/2002_divida-publica.pdf.

CASELANI, César. O Impacto da Marcação a Mercado sobre o Retorno e o Patrimônio dos Fundos de Renda Fixa: um Estudo de Evento. Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas. **FGV/SP**.

GOLDFAJN, Ilan e GUARDIA, Eduardo, (2003), Fiscal Rules and Debt Sustainability in Brazil. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**. n. 39, jul. 2003.

PAF 2001. Plano Anual de Financiamento do Tesouro em 2001. Disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/paf2001.pdf>.

Risk Office. Estudo de Captação líquida dos fundos de Investimento. São Paulo, 2002. Disponível em http://www.riskoffice.com.br/estudos/fundos/Estudo_Captacao_Liquida_18_03_03.pdf.