

As Principais Aplicações dos Fundos de Pensão Brasileiros na Década de 90 - uma *performance* diferenciada?

Vanessa Petrelli Corrêa
Edson Roberto Vieira

Resumo: O presente trabalho tem como alvo a análise o possível papel dos fundos de pensão nacionais na alavancagem de recursos de longo prazo no país, a partir de uma nova institucionalidade que envolve o mercado de capitais. Para analisar esta questão verificamos as aplicações dos fundos de pensão brasileiros nos anos 90 período de várias crises. A perspectiva é a de que, em linhas gerais, a forma de atuação dos fundos de pensão nacionais não tem se distanciado significativamente da dos demais participantes do mercado. Eles não se dirigem, por suas características intrínsecas, a aplicações que ajudem na alavancagem de recursos mais estáveis. A análise do Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), tem um perfil um pouco diferenciado dos demais, mas isto é em grande parte explicado pela composição de seu grupo gestor, que induziu as aplicações deste fundo na direção de uma grande participação nos processos de privatização.

Introdução

Quando vamos analisar a questão dos movimentos financeiros a partir dos anos 80, uma das questões fundamentais a destacar é que vem se montando uma nova institucionalidade para a alavancagem de recursos. O tema de nossa investigação está relacionado à questão do financiamento do desenvolvimento. No passado recente retoma-se o discurso vinculado à teoria tradicional de que, sanada a “problemática do déficit público” e com ela a da inflação, bastaria um reordenamento interno dos Sistemas Financeiros dos “países emergentes”, articulando-os aos mercados internacionais de capitais numa lógica de abertura comercial e financeira, para que as condições de financiamento se reestabelecessem. Essas seriam condições suficientes para que as empresas voltassem a investir, retomando a economia um ciclo virtuoso de crescimento.

Nesta perspectiva, a ação do Estado é indesejável, pois impede a alocação ótima dos recursos – daí vindo a defesa do Estado Mínimo. O “Consenso de Washington segue esta via e as suas propostas e recomendações vão no sentido de advogar a drástica redução do Estado e a abertura irrestrita dos mercados. A partir daí, não haveria a necessidade de políticas contingenciadas e o mercado seria capaz de suprir os recursos necessários ao desenvolvimento. Uma das questões importantes referente aos que levantam esta perspectiva teórica é a de que as inovações financeiras das últimas décadas teriam facilitado o acesso dos recursos através de novas formas de alavancagem de capital, que não passam pelo sistema bancário. Estes

recursos podem ser cada vez mais supridos pelo lançamento de títulos de dívida direta no mercado de capitais ou mesmo diretamente com fornecedores, compradores, vendedores, o que tem a ver com o processo de securitização que se desenvolve especialmente a partir dos anos 80.

Uma das questões fundamentais relativa a este processo é que concretamente a demanda por ativos emitidos no Mercado Internacional de capitais tem sido dominada por grandes investidores institucionais dos países industrializados, incluindo Companhias de Seguro, Fundos de Pensão, Fundos Mútuos e outros fundos de investimento – sendo eles os grandes detentores de liquidez.

Os bancos deixaram de ser os principais detentores da liquidez, cedendo lugar aos investidores institucionais. O crescimento explosivo destes investidores a partir do fim dos anos 70 coincide com o movimento que desembocou no processo de ampla mobilidade de capitais e desregulamentação de mercados. Estes agentes são os principais atores privados deste processo e a lógica de aplicação dos vultosos montantes acumulados por eles dá a tônica das finanças na atualidade, sendo que os fundos de pensão podem ser indicados como os principais dentre os investidores institucionais, levando-se em conta os montantes que transacionam.

No âmbito desta nova institucionalidade para a alavancagem de recursos que envolve o processo de desintermediação financeira e de ascensão das finanças diretas, os fundos de pensão passaram a ser parte importante do novo padrão de financiamento em constituição, na medida em que os mesmos detêm grande parcela dos títulos em Bolsa, são agentes atuantes nos mercados de derivativos, adquirem parte expressiva dos títulos de dívida dos Governos e financiam os mais importantes grupos e bancos nos principais mercados dos países centrais e também nas economias emergentes da Ásia e da América Latina.

Dado que os fundos de pensão são, hoje, os mais relevantes detentores de liquidez da atualidade, sendo importantes aglutinadores de capitais e aplicadores, um dos grandes debates atuais é o de que eles poderiam servir de alavancadores para financiamentos de longo prazo. Com desembolsos de alta previsibilidade e ingressos constantes de recursos, os fundos de pensão acabam por ter atributos que lhes permitem ter um papel diferenciado dentre os demais aplicadores que atuam no mercado, pois eles podem trabalhar com horizontes de prazos de maior previsibilidade em termos de captação e saída de recursos. Mediante estas características operacionais, advoga-se que estes fundos são candidatos ideais a

participar ativamente do financiamento da acumulação de capital, exercendo o *papel chave de aplicadores de longo prazo*.

Esta seria uma perspectiva importante para países como o Brasil, em que há uma incapacidade institucional de gerar recursos estáveis de longo prazo. Seguindo esta perspectiva, não só se deveria estimular o crescimento dos fundos de pensão nacionais, como também se deveria agir no intuito de atrair os investidores institucionais internacionais, adotando-se práticas de liberalização financeira e de adequação do mercado de capitais nacional aos requerimentos destes capitais. A idéia é que, a partir daí, o mercado de capitais nacional se dinamizaria, sendo capaz de alavancar os recursos necessários ao crescimento econômico.

O fato é que, para além de suas características específicas, uma análise mais detalhada dos fundos de pensão fornece-nos fortes indicativos de que não necessariamente estes fundos atuam com uma perspectiva diferenciada da dos demais aplicadores que atuam nos mercados, a não ser que haja uma legislação restritiva que direcione suas ações. Na verdade, semelhante análise indica que estas instituições, por vezes, atuam no mercado da mesma forma com que atuam outros tipos de agentes.

O presente trabalho tem como alvo a análise aplicações dos fundos de pensão brasileiros nos anos 90, período que abarca as crises do México, da Ásia e da Rússia e que por isto nos dá indicações suficientes acerca da tese que levantamos. Busca-se aqui uma avaliação mais apurada da forma de atuação destes agentes no mercado domésticos *vis-à-vis* o movimento geral deste mercado. A perspectiva é a de que, em linhas gerais, a forma de atuação dos fundos de pensão nacionais não tem se distanciado significativamente da dos demais participantes do mercado. Eles não se dirigem, por suas características intrínsecas, a aplicações que ajudem na alavancagem de recursos mais estáveis.

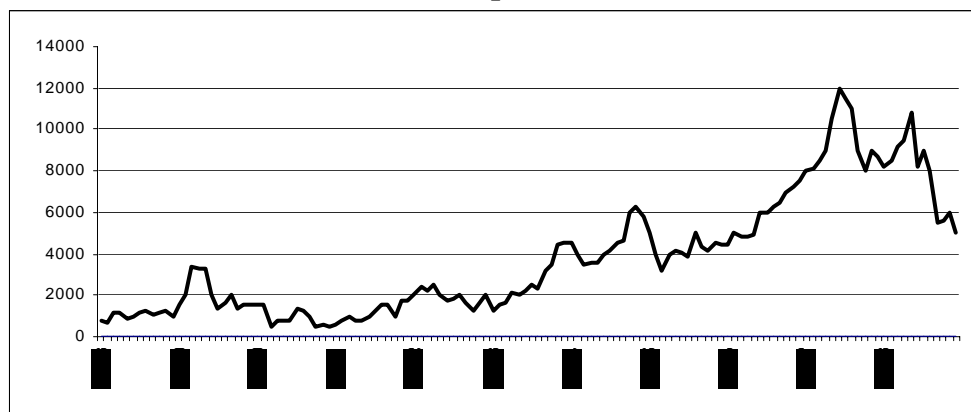
Para tanto, o trabalho foi dividido em quatro seções. Antes de entrar propriamente na análise da atuação dos Fundos de Pensão, na primeira seção levantaremos a lógica dominante de aplicação do conjunto dos agentes econômicos no Brasil no período pós Plano Real e especialmente durante as crises da Ásia e da Rússia. Na segunda seção já iniciamos com a análise da atuação dos fundos de pensão nacionais no mesmo período em questão. Levantamos aí algumas características da legislação básica que rege as aplicações dos fundos de pensão brasileiros e o movimento conjunto dessas aplicações ao longo da década de 90, cotejando-o com o comportamento geral do mercado durante o mesmo período. Na

terceira seção, foi feito um exame comparativo das aplicações dos três maiores fundos de pensão nacionais (respectivamente, Previ, Sistel e Petros). Na última seção levantaremos algumas considerações finais, mostrando que, a despeito de algumas diferenças na composição de seus ativos, em linhas gerais, os Fundos de Pensão domésticos atuam de maneira semelhante entre si, sendo que esta forma de atuação pouco difere do movimento geral do mercado.

1 – As aplicações dos agentes financeiros - a reestruturação de portfólio nos momentos de crise

Um dos elementos importantes do período imediatamente posterior a um processo de estabilização monetária se refere à confiança dos agentes no que se refere à efetividade e duração desta estabilização. Isto pode ser verificado pelo perfil dos juros requeridos para a rolagem da dívida pública interna e para o lançamento de dívida nova. Quando há confiança na moeda, ela serve como reserva de valor, sendo que os agentes econômicos aceitam títulos pré-fixados. Os títulos da dívida pública podem ter este perfil, sendo possível inclusive alongar o perfil desta dívida.

Gráfico 1
Índice Ibovespa* (Em US\$)



Fonte: site www.IMF.com.br. * O Ibovespa foi dividido por 10 em dezembro/98.

No caso do Brasil, aparentemente foi isto que ocorreu até a crise da Ásia, período em que dominaram os títulos pré-fixados sobre o total da dívida mobiliária (Tabela 2.). Paralelamente neste mesmo período, tendo em vista o amplo processo de abertura financeira e o alto cupom cambial oferecido houve forte ingresso de capitais para as bolsas de valores nacionais e os rendimentos oferecidos pelas *blue chips* de

nosso mercado (que formam o índice Bovespa) se mostraram bastante atrativas quando comparadas com os títulos pré-fixados. Houve forte migração dos títulos de renda variável para os títulos de renda fixa. O índice bovespa capta este movimento e podemos perceber que entre 94 e meados de 1997 há um forte crescimento do mesmo (Gráfico 1).

A despeito da manutenção de baixa inflação, a partir de 1995 já se faziam sentir elementos instabilizadores no país, tais como o crescimento do déficit público e o crescimento do déficit do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes (tendo em vista os sucessivos déficits comerciais e da conta de serviços), levando a crescentes necessidades de recursos pela conta de capital.

No momento da Crise da Ásia, verificou-se a saída maciça de capitais do país (e em outros países emergentes). De fato, em momentos de crises, dado o perfil dos aplicadores internacionais e da forma de ingresso (em grande parte via títulos), os aplicadores reagem rapidamente e as expectativas negativas se generalizam, atingindo rapidamente os mercados dos países emergentes em geral. Os capitais voláteis (principalmente aplicações de *portfólio* e créditos de curto prazo) se retiram rapidamente do país e isto repercute pesadamente sobre a bolsa de valores e sobre o perfil dos títulos de dívida (especialmente dos títulos públicos).

A fuga dos capitais internacionais e mesmo de grandes capitais domésticos gerou uma queda abrupta de 8,5% nas Bolsas brasileiras no dia 15 de Julho de 1997. As oscilações nos juros das operações de *swap* (troca de posições) entre mercados de títulos de 30 dias e de um dia (*overnight*) aumentaram 25% em relação à primeira quinzena de Julho de 1997 e dobraram em relação a Abril deste mesmo ano, sendo que no dólar futuro as variações diárias triplicaram desde o começo de Julho (CARTA CAPITAL de 20 de Agosto de 1997).

Para deter a saída de capital sem desvalorizar o câmbio o Comitê de Política Monetária ajusta o nível dos juros básicos, movimento seguido pela taxa Selic (Tabela.1...). Além da alta dos juros, o Banco Central vende pesadamente reservas, atua nos mercados futuros e o Governo lança títulos de dívida indexados ao dólar para conter a alta das cotações desta moeda.

Tabela 1
Juros básicos – Taxa Selic

Nov 97 (crise Ásia)	45,84	Jan 99 (flut. Dólar)	31,22
Dez 97	42,04	Dez 99	18,99
Out 98(Crise Russa)	41,58	dez 2000	16,19
Dez 98	31,24	mar 2001	15,39

Fonte: Boletim do Banco Central – vários números

À medida que se aprofunda o desajuste das contas externas, a necessidade do ingresso de divisas se apresenta em níveis cada vez maiores. Para atrair capitais e evitar a saída de recursos que já se encontram no país (inclusive capitais nacionais), as autoridades monetárias seguem as demandas dos grandes detentores de riqueza. Estes passam a exigir, não apenas altos patamares de juros, como também títulos indexados à variação do dólar para *hedge*. O perfil dos títulos de dívida do Governo muda após a deflagração da crise da Ásia, sendo que podemos perceber pela Tabela 2 que os títulos pós-fixados, indexados ao câmbio e à taxa Selic passam a ser dominantes, caindo a participação dos títulos pré-fixados.

Tabela 2
Dívida Pública Trimestral Por Indexador*:1997 (em %)

DISCRIMINAÇÃO	MARÇO	JUNHO	SETEMBRO	DEZEMBRO
PRÉ-FIXADO	58,0	59,2	57,0	38,6
CAMBIAL	13,8	11,3	11,4	14,8
SELIC	12,6	13,0	12,2	34,2
TR	8,8	9,2	11,0	6,1
OUTROS	6,8	7,4	8,4	6,3
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: TESOURO NACIONAL (1999) e BANCO CENTRAL (1999)* Referem-se à dívida mobiliária do Governo somente com o mercado. Nesta tabela estão incluídos tanto os títulos que são de responsabilidade do Tesouro, como também os lançados pelo Banco Central. Apenas não são considerados os títulos emitidos pelo Tesouro e que estão na carteira das Autoridades Monetárias.

Passado o período de turbulência e com o cenário externo imediatamente mais favorável, o Governo ensaiou a redução das taxas de juros básicas da economia brasileira no começo de 1998, apostando no retorno dos títulos pré-fixados. Contudo, a procura de *hedge* contra os choques externos continuou acentuada, tendo em vista que já se faziam sentir no país os efeitos da Crise Russa, que teve o seu ápice no segundo semestre de 1998. Percebeu-se, então, uma queda ainda maior dos títulos pré-fixados no montante da dívida pública, que, de 48,8%, em Março de 1998, passaram a apenas 3,4% no final deste ano (Tabela 3).

Paralelamente ao decréscimo da participação dos títulos pré-fixados no total dos títulos públicos em poder do mercado, observou-se o crescimento, não só dos papéis cambiais (que passaram de 11%, em 1996, para 19%, em 1998), mas especialmente daqueles títulos indexados à Selic. Estes últimos acabaram por ter a sua participação aumentada de 12%, em 1996, para 70%, em 1998. Assim, em decorrência da política de juros altos praticada durante estes momentos de crises internacionais, o mercado passou a ganhar cada vez mais com a deterioração das condições de financiamento do Governo.

Tabela 3

Dívida Mobiliária por Indexador: 1998 (em %)

DISCRIMINAÇÃO	MARÇO	JUNHO	SETEMBRO	DEZEMBRO
PRÉ-FIXADO	48,8	35,3	8,5	3,4
CAMBIAL	15,8	16,7	20,0	19,0
SELIC	24,5	38,7	64,9	70,3
TR	7,4	6,2	6,2	5,6
OUTROS	3,5	3,1	0,4	1,6
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Tesouro Nacional (1999) e Banco Central (1999). Retirado de D'ALMEIDA (1999:133).

* Referem-se à dívida mobiliária do Governo somente com o mercado. Estão incluídos tanto os títulos que são de responsabilidade do Tesouro, como também os lançados pelo Banco Central. Apenas não são considerados os títulos emitidos pelo Tesouro e que estão na carteira das Autoridades Monetárias.

Acrescente-se a isso o fato de que, com o aumento dos juros implícitos nos títulos do Governo, aumentaram também os juros exigidos pelo mercado para adquirir títulos emitidos por bancos e empresas – tais como os CDB/RDB's, as debêntures e outros títulos corporativos –, fazendo com que as aplicações em títulos de renda fixa (públicos ou privados) representassem uma ótima opção para se auferir grandes rendimentos financeiros.

Tendo em vista a ascensão abrupta da taxa de juros e a necessidade de que esta se mantenha em altos patamares para não permitir a fuga de capitais, a rentabilidade dos títulos de renda fixa (especialmente do Governo) voltam a se configurar como as aplicações mais atrativas do mercado. Os aplicadores reestruturam seus *portfólios* e migram rapidamente da bolsa de valores para os títulos pré-fixados. Esta possibilidade de reestruturação é muito grande e rápida, tendo em vista que grande parte das aplicações em títulos de dívida – inclusive na bolsa de valores – é feita via fundos de investimento e que a partir daí os fundos de renda fixa (compostos essencialmente por Títulos do Governo e de CDBs) passam a ser dominantes.

O que queremos destacar neste ponto é que o ambiente macroeconômico estabelecido após as crises internacionais asiática e russa levou a que os ativos de renda fixa se tornassem a alternativa mais procurada pelos detentores de riqueza. Antes destas crises, os aplicadores puderam participar ativamente dos altos retornos do mercado de ações doméstico, sobretudo a partir de 1993, mas após as crises há uma rápida modificação nos *portfólios* dos agentes. Muitos dos grandes aplicadores (tanto os externos, quanto os internos) deixaram o país e os que ficaram (ou que voltaram posteriormente), aplicaram mais pesadamente em títulos de renda fixa, principalmente os lançados pelo Governo. Isto lhes garantiu o *hedge* da desvalorização (os títulos cambiais), ou lhes proporcionou a cobertura do risco Brasil (como é o caso dos títulos vinculados à Selic).

Tal movimento é percebido, não só pelo aumento da oferta de títulos públicos indexados à Selic e daqueles atrelados ao câmbio, mas também pela saída rápida dos

agentes das suas posições em ações, especialmente a partir da segunda metade de Julho de 1997 (sob os efeitos da crise da Ásia) e no segundo semestre do ano seguinte (já em decorrência da crise da Rússia).

Podemos ver pelo Gráfico1 que o índice Bovespa despenca no fim de 1997. Isto reflete portanto, o resultado conjunto da saída de grandes capitais como os dos investidores estrangeiros e dos aplicadores nacionais que se direcionaram a este mercado fortemente via fundos.

A flexibilidade das aplicações destes agentes é muito grande e a instabilidade gerada pela possibilidade desta reestruturação instabiliza e afeta diretamente o mercado de capitais nacional .O nosso argumento é o de que os Fundos de Pensão Nacionais também se moveram essencialmente com a mesma lógica e não podem ser considerados como agentes que, por si sós, atuam no sentido de efetuar aplicações mais estáveis. A seguir passaremos a levantar estes dados.

2 - O Movimento Conjunto das Aplicações dos Fundos de Pensão Brasileiros nos Anos 90

Conforme observamos anteriormente, os Fundos de Pensão nacionais são os principais detentores de liquidez domésticos, sendo que suas aplicações vêm crescendo sobremaneira nos últimos anos. O fato de estes agentes serem grandes aplicadores em um país onde a centralização de capitais é fraca, demonstra a sua importância. Seus investimentos passaram de 3,3% do PIB, em 1985, para quase 14% em Abril de 2001 (Tabela 4). Estes agentes representam hoje um importante componente da economia do país, acumulando um patrimônio superior a R\$ 150 bilhões de reais.

Tabela 4
Relação EFPPs X PIB

Ano	Ativos das EFPP's Milhões de R\$	PIB Milhões de R\$	Ano	Ativos EFPPs/ PIB
1990	26.352	787.806	1.990	3,3
1991	36.812	795.920	1.991	4,6
1992	43.269	791.622	1.992	5,5
1993	59.959	830.570	1.993	7,2
1994	72.742	879.158	1.994	8,3
1995	74.815	916.259	1.995	8,2
1996	86.629	941.548	1.996	9,2
1997	101.033	976.991	1.997	10,3
1998	101.129	977.661	1.998	10,3
1999	125.995	1.010.068	1.999	12,5

2000	144.025	1.089.688	2.000	13,2
Abr-01 ¹	151.499	1.089.688	Abr-01	13,9
1 Utilizou-se o PIB de dezembro de 2000				

Fonte: Abrapp <<http://www.abrapp.org.br/estatisticos>>. Acesso em Julho/2001.

Com relação à composição da carteira de aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP) no Brasil é preciso observar que esta está, em parte, condicionada pela regulação à qual estão submetidas, conforme indicado no Quadro 1.

Embora haja uma relativa amplitude das alternativas de aplicações para os fundos de pensão brasileiros, a análise mais detalhada da forma de atuação destes agentes nos mostra que eles alocam os seus recursos a partir de uma lógica que permite uma ampla flexibilidade de aplicações e uma rápida reestruturações de *portfólio*, quando necessário. A análise da carteira de aplicações conjunta das EFPP (Entidades Fechadas de Previdência Privada) nos mostra que as posições dos fundos em cada tipo de ativo têm se alterado rapidamente, de acordo com a *performance* comparativa de curto prazo destes ativos no mercado.

Quadro 1
Limites Máximos de Investimentos dos fundos de
pensão no Brasil – legislação vigente em 1999

MODALIDADE	LIMITE MÁXIMO
Títulos Públicos	100%
Renda Fixa	80%
Renda Variável	50%
Títulos Rurais	3%
Fundos Imobiliários	10%
Fundos de Empresas Emergentes	5%
Imóveis	18%, caindo ano a ano e chegando a 15% em 2002
Empréstimos a Participantes	3%
Financiamento Imobiliário a Participantes	7%
Empréstimos a Patrocinadores	10%

Fonte: Abrapp

A partir desta análise para o período 1990-99, podemos já verificar qual é o movimento geral da forma de atuação destes agentes no mercado. **Em primeiro lugar**, enfatiza-se o fato de que a maior parcela das aplicações dos Fundos de Pensão brasileiros concentra-se em títulos de renda variável (ações); em títulos de renda fixa com alta negociabilidade em mercados secundários destacando-se os títulos públicos e os depósitos a prazo; e em fundos de investimento (de renda fixa e de renda variável) .

Em segundo lugar, um outro elemento que podemos perceber é a relativa complementaridade existente entre as aplicações em renda fixa (ações e fundos de renda fixa) e em renda variável (ações e fundos de renda variável). Se compararmos a composição da carteira de aplicações dos fundos de pensão brasileiros, notaremos que, em geral, quando há uma queda na participação das aplicações em ações, há um crescimento paralelo nas aplicações em títulos de renda fixa, em especial para títulos do Governo (via fundos). Há, de certa forma, uma migração correlata de uma aplicação para outra.

Tabela V
Carteira consolidada das Entidades Fechadas de Previdência Privada por tipo de aplicações - Valor em R\$ milhões e % sobre o total das aplicações

Discriminação	Dez-94	%	Dez-95	%	Dez - 96	%	Dez-97	%	Dez-98	%
Ações	18.177	39	16.923	30	22.162	31	24.724	28,5	17.465	19
Fundos de I Renda Variável	-	-	-	-	1.832	2,6	9.302	10,7	9.214	10
Imóveis	6.692	14	8.548	15	9.225	13	9.038	10,4	9.684	11
Depósitos a prazo	5.334	12	8.357	15	6.891	9,6	6.623	7,6	8.818	9,3
Fundos de I Renda Fixa	5.779	12	6.826	12	12.062	17	16.729	19,3	20.648	23
Empréstimo Part.	887	1,9	1.067	1,9	1.592	2,2	1.623	1,9	1.740	1,9
Financiamento imobiliário	2.145	4,6	3.328	5,8	3.688	5,1	3.923	4,5	4.021	4,4
Debêntures	862	1,9	2.992	5,2	3.446	4,8	3.384	3,9	3.229	3,8
Outros	1.201	2,6	1.445	2,5	1.704	2,4	1.878	2,2	2.382	2,6
Operação com patrocinadora	3.642	7,8	5.408	9,4	4.953	6,9	6.396	7,4	7.637	8,4
TOTAL	46.490	100	57.461	100	71.672	100	86.867	100	90.756	100

Fonte: ABRAPP (www. Abrapp.org.Br) em julho de 2000

Desde meados de 1993, houve um aumento expressivo das aplicações em renda variável e a partir da Crise da Ásia cresce a participação das aplicações em Renda Fixa, que passam a se tornar dominantes. Analisando o movimento do Ibovespa do final da década de 80 ao final dos anos 90 (Gráfico 1), podemos perceber que a queda das aplicações em ações e o crescimento das aplicações em fundos de investimento de renda fixa se acentuam após 1997, justamente quando o índice Ibovespa começa a cair. A indicação é a de que a forma de atuação dos fundos de pensão brasileiros (se considerados conjuntamente) tem apresentado essencialmente um movimento semelhante ao dos demais aplicadores que operam no mercado. De qualquer forma, se apresenta uma especificidade que é a de que o movimento de saída dos fundos de pensão do mercado de ações não foi tão abrupto quanto o apresentado pelos demais aplicadores. Mesmo após a crise da Ásia ainda permaneceu uma expressiva aplicação dos fundos em ações.

Quanto a esta questão, cabe observar que o montante médio de recursos conjuntos dos fundos aplicados nesta modalidade é altamente viciado pelas aplicações da Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil). De um

lado, isto se deve ao fato desta fundação ser, de longe, o maior fundo de pensão do Brasil, detendo um patrimônio de R\$ 34.385.366 mil. As cifras administradas pela Previ representam mais de quatro vezes o patrimônio da fundação que se encontra no segundo lugar no ranking das EFPP's brasileiras - a Sistel (fundo de pensão dos funcionários das empresas de telecomunicações) - que administra recursos da ordem de R\$ 8.219.980 mil, e quase cinco vezes o da Petros (fundo de pensão dos funcionários da Petrobrás) que, por sua vez, é a terceira colocada nesse *ranking*, tendo sob a sua tutela cerca de R\$ 7.246.098 mil (*site* da Abrapp, 2000 <informações coletadas em Dezembro de 2000>).

A participação dos fundos de pensão no mercado de capitais doméstico é significativamente concentrada nas aplicações da Previ. Apenas quatro do total dos fundos de pensão do país detêm 89,87% do valor total das participações dos fundos de pensão nacionais no mercado das ações brasileiro (a Previ, a Sistel, o Fundo Assistencial Brahma e o Centrus), sendo que a Previ, sozinha, é responsável por mais da metade desta participação, ou seja, 64,44% (Tabela 6).

De qualquer forma, o que fica claro pelos dados agregados é a rápida reestruturação de *portfólio* realizada pelos fundos de pensão domésticos em momentos de mudança de indexadores. Para analisar mais de perto esta questão, na próxima seção faremos um estudo mais detalhado das aplicações dos três maiores fundos de pensão nacionais.

Tabela 6
Participação de Cada Fundo no Mercado de Capitais Brasileiro e em Relação à Participação de Outros Fundos

Acionistas	Valor da partic. (R\$ milhões)	Empresas das quais participa	Partic. em % do total da Bolsa	Partic. do Fundos em relação ao total de aplicações das EFPP no mercado de capitais
PREVI	5.096,9	38	1,298	66,44
SISTEL	996,4	4	0,254	12,99
Fund. Assistencial Brahma	406,7	1	0,104	5,30
CENTRUS	393,8	8	0,100	5,13
Total dos Fundos	7.671,0		1,954	100,0

Fonte: ECONOMÁTICA

3 – As Principais Aplicações da Previ, da Sistel e da Petros nos 90

Antes de dar início à análise das aplicações da Previ *vis-à-vis* as da Sistel e as da Petros, cumpre colocar que enfocaremos aqui apenas as aplicações realizadas por estes fundos em renda fixa em renda variável. As demais aplicações não serão alvo desta análise, não só porque as aplicações em renda fixa e em renda variável são as

III - Investimentos Imobiliários	12,14	11,22	10,99	7,83	6,06	6,56	5,79	5,77	7,10	6,89	6,91
IV - Operações com Patrocinadoras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V - Financ. Imobiliários Participantes	8,31	13,84	16,62	10,86	12,77	18,21	15,66	12,84	13,89	12,26	14,16
VI - Outros Investimentos	12,67	6,34	2,32	0,39	0,82	1,86	2,54	1,85	2,04	2,28	2,36
Empréstimos a Participantes	0,85	0,00	2,32	0,39	0,81	1,86	2,54	1,85	2,04	2,28	1,81
Depósito em Cruzados Novos	11,81	6,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investimentos Outros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total (I+II+III+IV+V+VI)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PREVI.

* Os dados compilados são trimestrais. A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.** Nestes anos não foram calculadas as médias trimestrais, pois os dados foram retirados dos Relatórios anuais. Desta forma, também não estão inclusos o Exigível de Investimentos. *** Nestes anos foram compilados dados de apenas três trimestres.

A grande maioria dos fundos de pensão brasileiros atua tal qual a Sistel e a Petros, quando faz aplicações em ações o faz de forma direta. Diante disso, conforme mencionamos, dada a magnitude dos recursos da Previ aplicados em ações, a sua participação acaba por influenciar, sobremaneira, a análise acerca das aplicações do conjunto dos fundos de pensão nacionais fechados no mercado de capitais.

Tabela 8
Sistel: Média das Aplicações por Tipos de Ativos* – 1990/99 (%)

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1990/99
			**				**		**		
I - Renda Fixa	33,39	43,97	49,99	43,95	35,08	30,63	44,62	43,70	47,19	54,28	42,51
Títulos governamentais	8,20	2,77	2,62	0,52	2,03	1,23	3,50	5,53	6,24	12,91	4,49
CDB/RDB	13,34	32,45	40,92	34,58	18,02	9,01	8,22	8,86	18,13	9,86	19,37
Debêntures	8,81	6,14	3,66	4,18	3,86	3,12	4,77	5,91	5,67	2,35	4,86
Outros Tít./Obrig.de Empresas	0,00	0,13	0,09	0,07	0,05	0,04	0,01	0,00	0,29	2,44	0,33
Letras Hipotecárias	1,79	1,57	0,88	0,51	0,48	0,48	1,05	1,06	1,21	1,11	0,98
Letras de Câmbio	0,45	0,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Quotas de Fundos Renda Fixa	1,16	0,36	1,80	3,93	10,18	16,50	27,08	22,35	15,31	25,62	12,29
Outras Aplic. Renda Fixa	0,09	0,26	0,02	0,18	0,46	0,24	0,00	0,00	0,34	0,00	0,16
II - Renda Variável	11,00	16,90	22,98	31,81	43,85	49,31	41,50	45,66	41,93	37,08	34,22
Ações	11,00	16,90	22,98	31,49	41,90	37,56	30,76	28,76	19,26	15,16	25,76
Quotas F. Mútuos de Investimento	0,00	0,00	0,00	0,32	1,94	11,75	10,75	16,91	22,67	21,92	8,46
Fundos Mútuos Invest. Ações	0,00	0,00	0,00	0,32	1,94	8,43	10,14	16,21	22,03	21,42	7,87
Fundos Mútuos Invest. Imobiliário	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,42	0,60	0,69	0,63	0,50	0,28
Fundos de Commodities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mercado de Ouro a Termo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III - Investimentos Imobiliários	23,01	25,54	23,12	20,76	18,66	16,71	10,29	7,98	7,97	6,86	16,21
IV - Operações com Patrocinadoras	16,56	3,45	0,63	1,09	0,27	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	2,27
V - Financ. Imobiliário Participantes	4,69	1,26	0,58	0,24	0,07	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,70
VI - Outros Investimentos	11,34	8,89	2,70	2,15	2,07	3,33	3,59	2,66	2,91	1,79	4,09
Empréstimos a Participantes	2,79	1,16	1,38	2,15	2,07	2,32	2,95	2,53	2,56	1,59	2,16
Depósitos em Cruzados Novos	8,56	7,14	1,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,63
Investimentos Outros	0,00	0,59	0,24	0,00	0,00	1,01	0,63	0,12	0,35	0,20	0,30
Total (I+II+III+IV+V+VI)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Sistel.

* Os dados compilados são trimestrais. A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

** Nos anos 1991, 1996 e 1998 foram compilados dados de apenas três trimestres.

Tabela 9
Petros: Média das Aplicações por Tipos de Ativos* – 1990/99 (%)

Discriminação	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1990/99
	**									9
I - Renda Fixa	39,97	40,43	38,66	39,84	37,16	35,95	40,81	44,82	56,19	41,26
Títulos governamentais	6,32	3,21	0,35	1,16	1,15	1,04	2,61	6,24	2,74	2,59
CDB/RDB	12,77	12,62	6,73	7,50	9,13	8,88	6,71	18,20	21,95	11,31

Debêntures	14,95	13,6 9	10,0 6	7,41	8,84	7,98	7,45	7,89	6,03	9,18
Outros Tít./Obrig de Empresas	0,41	0,35	0,23	0,12	0,11	0,05	0,03	0,18	0,22	0,18
Letras Hipotecárias	4,61	4,34	4,47	3,78	4,02	1,72	1,19	0,76	0,55	2,80
Letras de Câmbio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cédulas Hipotecárias	0,00	0,30	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tít. vinculados a revenda ou venda	0,90	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Quotas de FIF- Renda Fixa	0,00	5,86	16,8 2	19,8 8	13,9 1	16,2 7	22,8 2	11,5 5	24,7 1	15,10
II - Renda Variável	29,42	27,7 0	32,4 0	37,8 9	33,7 0	36,3 0	38,1 5	33,5 3	26,6 3	33,17
Ações	24,77	25,3 7	32,4 0	37,8 9	33,0 4	34,4 3	33,0 5	22,6 9	16,3 4	29,38
Quotas F. Mútuos de Investimento	0,00	0,03	0,00	0,00	0,66	1,87	5,10	10,8 5	10,2 9	3,18
Quotas de Fundos Ações	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,06	2,38	7,27	7,15	0,00
Fundos de Invest. Imobiliário	0,00	0,00	0,00	0,00	0,59	1,81	2,72	3,58	3,14	0,00
Fundos de Commodities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mercado de Ouro a Termo	4,65	2,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III - Investimentos Imobiliários	28,62	30,1 3	25,5 1	20,8 8	23,2 1	20,4 9	16,2 6	16,3 3	14,2 7	21,59
IV - Operações com Patrocinadoras	0,66	1,38	2,99	0,76	4,74	5,10	2,38	2,70	0,00	2,43
V - Financ. Imobiliários Participantes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VI - Outros Investimentos	1,33	0,37	0,44	0,63	1,18	2,15	2,40	2,61	2,91	1,54
Empréstimos a Participantes	0,24	0,20	0,44	0,61	1,18	2,15	2,40	2,39	2,48	1,37
Investimentos Outros	1,09	0,18	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,23	0,42	0,17
Total (I+II+III+IV+V+VI)	100,0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela

PETROS.

* Os dados compilados são trimestrais. A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

** Neste ano foram compilados dados de apenas dois trimestres.

O melhor entendimento da lógica de aplicações da Previ passa pela consideração de que estas aplicações têm sido direcionadas também por injunções que levam em conta pressões do Governo federal. Para se ter uma idéia desta questão, basta ter em mente alguns detalhes da participação da Previ no Plano Nacional de Desestatização (PND).

Parte considerável das atuais posições acionárias da Previ - que capitaneou também a participação de outros fundos neste processo - foi adquirida no âmbito do PND. Ocorre que os principais diagnósticos de uma auditoria interna feita por este fundo indicam influências decisivas do Governo no importante desempenho da Previ no PND (REVISTA DINHEIRO, 27/9/2000). De acordo com esta auditoria, a Previ recebeu incentivos por parte do Governo para participar da compra de algumas das mais importantes ex-estatais brasileiras.

No processo de venda da Vale do Rio Doce, por exemplo, a Previ participou ativamente e liderou a participação de outros fundos, constituindo o Consórcio Brasil. Este consórcio foi formado em conjunto com a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN, que então, era de propriedade do empresário Benjamin Steinbruch),

favorecendo esta última. Constan ainda no relatório o relato de fortes atritos na reunião que definiu a participação da Previ nas privatizações de duas importantes distribuidoras de eletricidade, a CPFL e a CEEE (REVISTA DINHEIRO, 27/9/2000).

O que queremos sublinhar neste ponto é que a Previ tem tido uma maior participação em aplicações que aparentemente apresentam um perfil mais estável. No entanto, grande parte desta participação está relacionada ao processo de privatizações, que redundam em troca de propriedades e não em novos investimentos.

Aliás a sua participação em vários dos consórcios dos quais participou esteve ligada à forma particular de gestão do Fundo. Parte dos gestores do Fundo é indicada pelo Governo e à época das privatizações este grupo dominava as decisões da Previ. Na verdade, o Fundo foi utilizado para ajudar nos processos de privatização considerados estratégicos pelo Estado. Daí a explicação da forte manutenção das aplicações em Renda Variável na carteira da PREVI.

Ora, esta não é uma performance que esteja se efetuando de forma “livre” pelo fundo. De fato, o que está ocorrendo é que o Estado está direcionando parte dos recursos do fundo para incentivar a privatização ou mesmo determinados setores de seu interesse. No que tange às aplicações da PREVI em renda fixa, o perfil não difere daquele apresentado pelos demais fundos. Quando se analisa as aplicações de forma mais detalhada, o que se observa é que, embora a Previ tenha uma participação maior em ações e possua participações estratégicas em importantes empresas no país, o movimento geral das aplicações desta instituição é similar ao de muitos outros fundos de pensão nacionais, relacionando-se também às oportunidades de ganhos com as aplicações em títulos de renda fixa não ligados ao Investimento produtivo e à rápida reestruturação de portfólio.

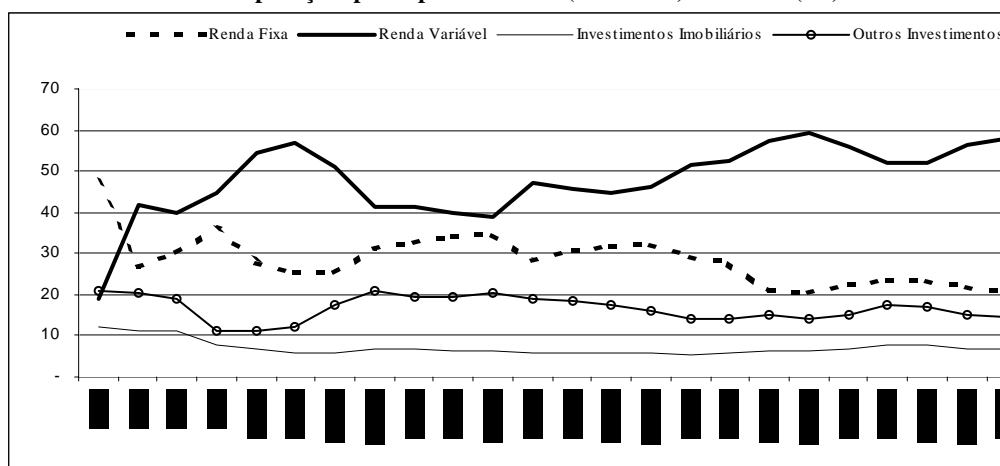
Ademais, destaca-se ainda o fato de que as participações acionárias dos fundos de pensão nacionais em Bolsa concentram-se em poucas empresas (sobretudo, nas estatais ou ex-estatais, que sempre tiveram maior liquidez) que se beneficiam não só das aplicações destes agentes, como das dos outros participantes do mercado (MATIJASCIC, 1994). De acordo com STUDART (1999), este fato contribui significativamente para exacerbar a volatilidade do mercado e acentuar o *curto-prazismo* presente no mesmo.

Isto se dá porque as empresas em que os fundos de pensão concentram suas aplicações são também aquelas cujos papéis possuem maior liquidez, o que possibilita os rápidos ajustes nos *portfólios* por estes agentes. Para verificar estas questões,

vejam, por exemplo, a atuação básica dos três fundos durante as Crises da Ásia e da Rússia.

No que diz respeito à Previ e aos outros fundos de pensão nacionais, levantamos duas principais observações no tocante às aplicações destes agentes nos anos 90: (i) a complementaridade das aplicações em renda fixa e em renda variável já relatada para o caso da atuação conjunta dos fundos de pensão nacionais no mercado e; (ii) o fato de as aplicações dos fundos de pensão nacionais em renda fixa serem concentradas principalmente em quotas de fundos de investimento de renda fixa, com pouca participação das debêntures, que são títulos de prazo mais alongado e vinculados ao financiamento das empresas.

Gráfico 2
Previ: Aplicações por Tipos de Ativos*(trimestral) – 1990/99 (%)

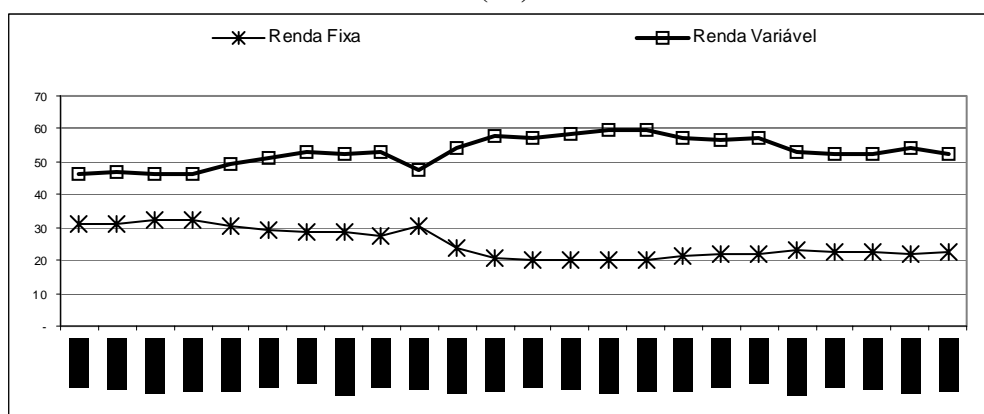


Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PREVI.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SP

Nos anos 1990, 1991, 1992 e 1993 não estão inclusos o Exigível de Investimentos.

Gráfico 3
Previ: Aplicações em Renda Fixa e em Renda Variável*(mensal) – 1997/98 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PREVI e do site www.IMF.com.br.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

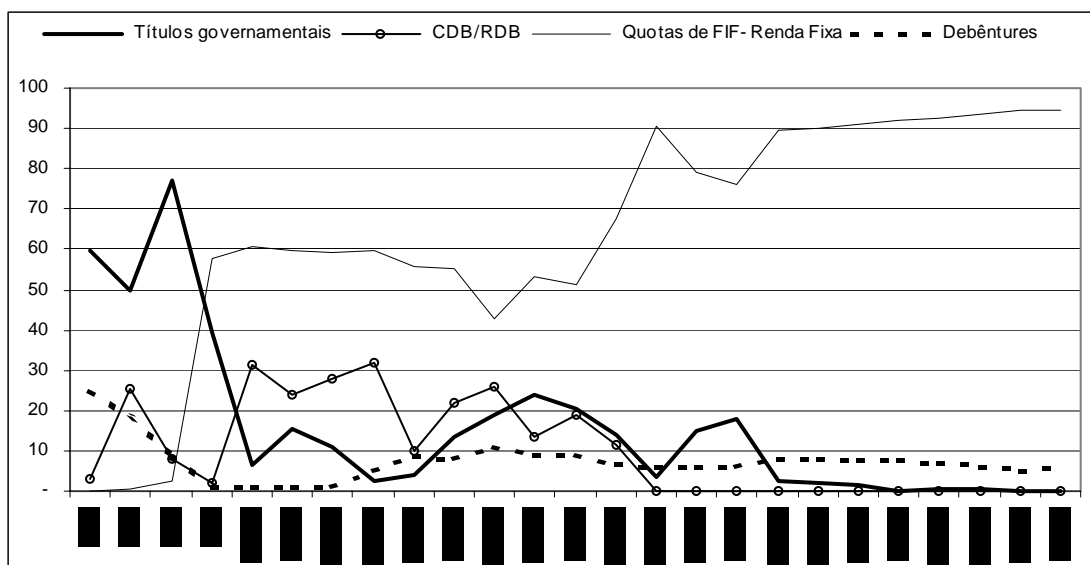
No que se refere ao primeiro destes fatores, o Gráfico 2 evidencia que, assim como o movimento do conjunto dos fundos de pensão brasileiros no mercado de capitais, verifica-se também no caso da Previ uma certa complementaridade das aplicações em renda fixa e em renda variável, movimento que se deu não somente durante as referidas crises internacionais, mas em toda a década de 90.

Especificamente durante as crises asiática e russa, este movimento pode ser observado ainda com mais precisão mediante o Gráfico 3, que traz as aplicações da Previ mês a mês durante este período. Observa-se que as aplicações em renda variável da Previ vinham apresentando crescimento desde Abril de 1997 e que, após a grande queda das Bolsas brasileiras, iniciada em Julho de 1997, houve um arrefecimento deste crescimento. Assistiu-se ao aumento das participações da Previ em renda fixa a partir de Outubro de 1997, mês em que o Governo conseguiu reverter as expectativas do mercado às custas da elevação acentuada dos juros básicos da economia e, por conseguinte, aumentou a rentabilidade dos ativos de renda fixa.

Com a diminuição destas taxas de juros, no começo de 1998, as aplicações em renda variável aumentaram novamente, ocorrendo o inverso com as aplicações em renda fixa. Quanto ao tipo de aplicação em renda fixa, percebe-se um crescimento da participação dos fundos de investimento de renda fixa no caso dos três fundos. A participação em fundos de investimento de renda fixa da Previ cresceu entre 1997 e 1998, atingindo, sozinha, o patamar de 20% das aplicações (Tabela 7).

Como nos mostra o Gráfico 4, do total das aplicações da Previ em renda fixa no período 1990/99, evidencia-se que as debêntures não representaram uma alternativa importante frente às demais modalidades de aplicações de renda fixa que compõem a carteira deste fundo - CDB/RDB's, títulos públicos e quotas de fundos de investimento de renda fixa. Destas modalidades, o destaque ficou por conta dos fundos de investimento de renda fixa, que, desde o início de 1992, representam a parcela mais significativa das aplicações em renda fixa feitas pela Previ no período analisado.

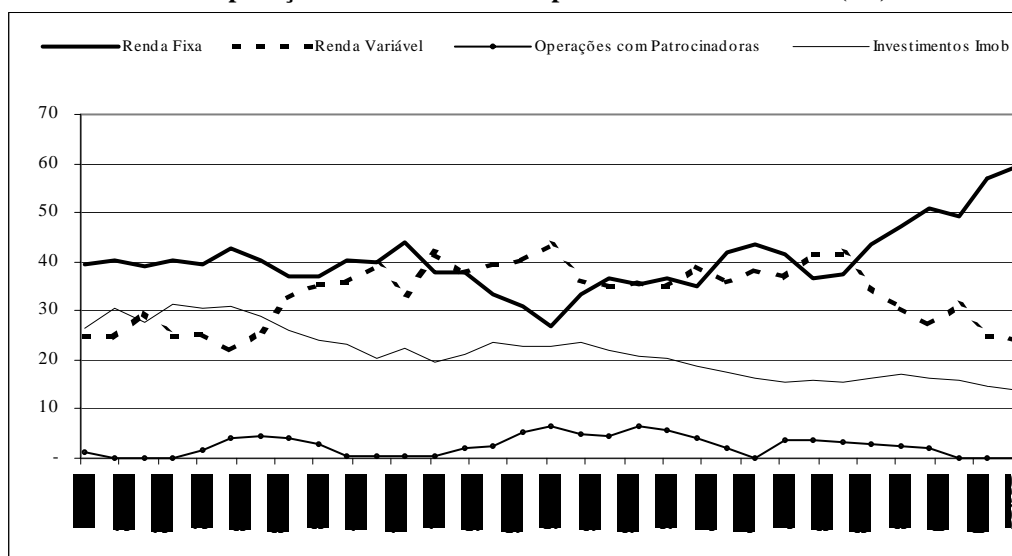
Gráfico 4
Previ: Principais Aplicações em Renda Fixa*(trimestral) – 1990/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Previ.
 * A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC. Nos anos 1990, 1991, 1992 e 1993 não estão inclusos o Exigível de Investimentos.

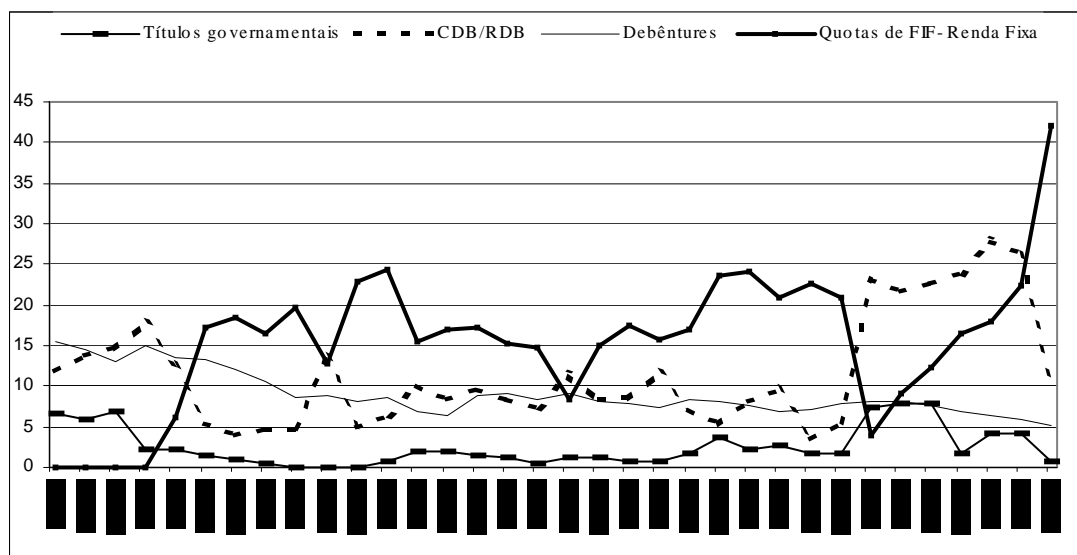
Estas informações reiteram o fato de que, em um país onde as taxas de juros têm historicamente se situado em níveis altíssimos, sobretudo, nos últimos anos, mesmo no caso dos fundos de pensão, as aplicações relacionadas ao financiamento do investimento são freqüentemente sobrepujadas ou pelos títulos públicos e pelos CDB/RDB's ou pelos fundos de investimento de renda fixa, que são compostos basicamente por estes dois últimos tipos de ativos.

Gráfico 5
Petros: Aplicações Trimestrais Por Tipos de Ativos* - 1991/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Petros e do site www.IMF.com.br. * A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

Gráfico 6
Petros: Principais Aplicações em Renda Fixa*(trimestral) - 1991/99 (%)



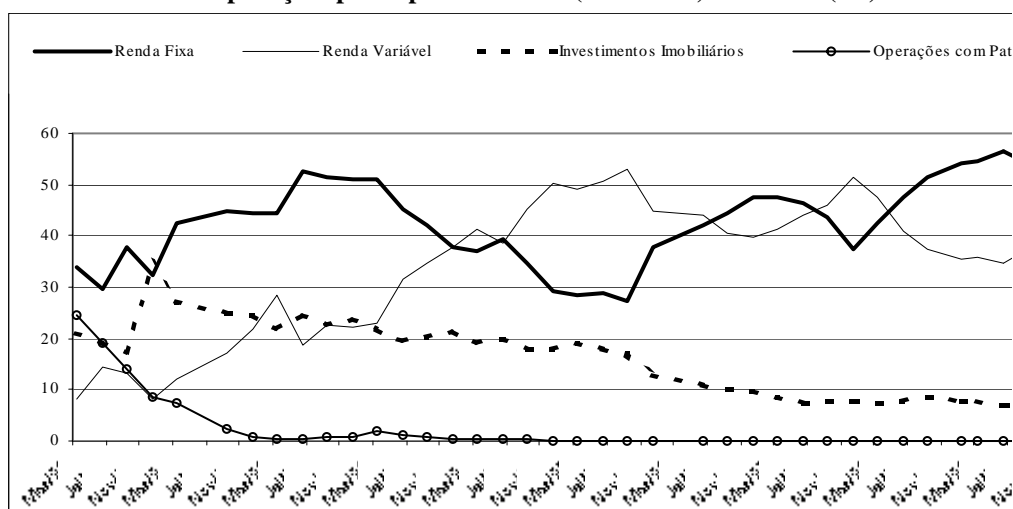
Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PETROS.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

Particularmente nos casos da Sistel e da Petros, a reestruturação após a crise da Ásia se fez em direção aos Fundos de Investimento de renda fixa e aos CDB's (Tabelas 8 e 9). O exame das suas aplicações mostra que o comportamento destes dois fundos, no tocante à referida complementaridade entre as aplicações de renda fixa e de renda variável e à baixa representatividade das debêntures no total das aplicações em renda fixa não, necessariamente, se diferencia do comportamento da Previ.

Gráfico 7

Sistel: Aplicações por Tipos de Ativos*(trimestral) – 1990/99 (%)

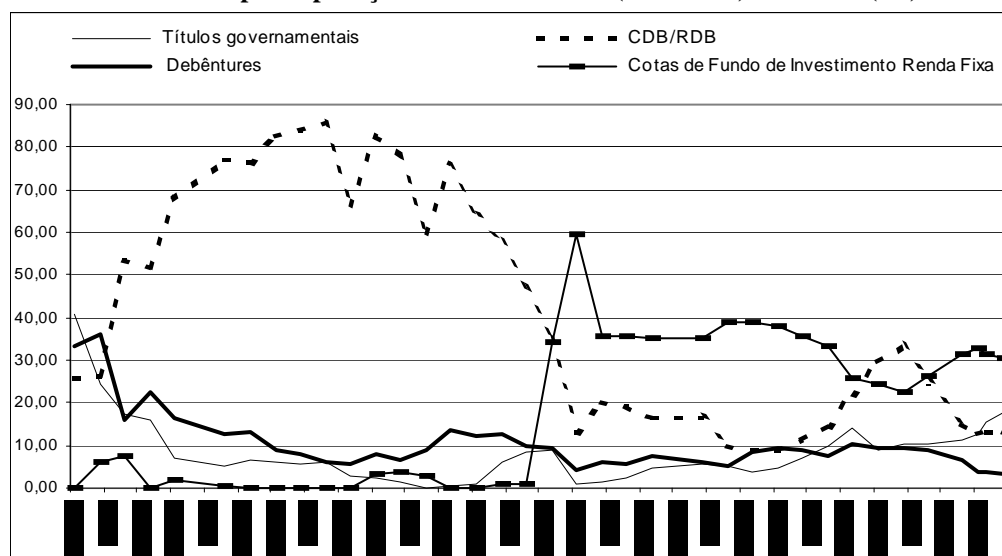


Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Sistel e do [site www.IMF.com.br](http://www.IMF.com.br).

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

Gráfico 8

Sistel: Principais Aplicações em Renda Fixa* (trimestral) – 1990/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Sistel.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela

Abrapp e sugerida pela SPC.

Se observarmos as aplicações da Sistel e da Petros, veremos que a participação das debêntures no total das aplicações em renda fixa é relativamente pequena quando comparada às aplicações em CDB/RDB's e aos fundos de investimento de renda fixa (Gráficos 6 e 8). De outro lado, pelos Gráficos 5 e 7 podemos ver claramente a complementaridade das aplicações de renda fixa e em renda variável presente no total das aplicações dos fundos em questão.

É claro que, uma vez que a Previ possui participações estratégicas em várias empresas, a margem para fazer grandes alterações na sua carteira de renda variável é menor do que a da Sistel e a da Petros, porém, o seu comportamento em termos do movimento da carteira de aplicações em renda fixa acabou por ser o mesmo do destes dois outros fundos. Nesta perspectiva, a manutenção pela Previ de um percentual relativamente maior de suas aplicações em renda variável pode ser explicada, em grande medida, pela sua atuação nas privatizações.

Em suma, o que queremos enfatizar com estas observações é que o exame das aplicações dos fundos de pensão brasileiros revela que a forma de atuação dos mesmos praticamente não difere da dos demais participantes do mercado de capitais doméstico. As aplicações em renda variável são influenciadas pela grande participação da Previ, sendo que, ainda que se considere que a média das posições em

renda variável da Previ seja expressiva e maior do que a dos outros fundos de pensão brasileiros, tal qual estes últimos fundos, a mesma tem apresentado um direcionamento destes recursos para aplicações em fundos de investimento e em CDBs, títulos com pouco risco e alta rentabilidade, que não têm relação com a alavancagem de recursos para a produção ou para o investimento produtivo.

3- Considerações Finais

No que tange especificamente à forma de operação dos fundos de pensão nacionais, destacamos que sua atuação está articulada ao desenho da estrutura de financiamento nacional. De um lado, o mercado de capitais é pouco líquido e centrado em poucos papéis, pois com a grande concentração da propriedade e do controle presente no mercado de capitais brasileiro, poucos são os papéis que possuem liquidez. De outro lado, há a possibilidade de ganhos vultosos em aplicações de renda fixa. Percebemos que, com frequência, grande parte dos recursos destes fundos encontra-se aplicado em ativos de renda fixa com baixo risco, como os títulos do Governo e os CDB/RDB's.

A atuação dos fundos de pensão está condicionada a estes fatores, sendo a sua lógica básica de aplicação a de aquela que visa primordialmente uma rápida rentabilidade de curto prazo, dirigindo-se, inclusive, para ativos que permitem uma pronta reestruturação de portfólio quando mudam as expectativas dos agentes. Os Fundos de Pensão agentes dirigem suas aplicações ao mercado de capitais quando a rentabilidade é mais vantajosa do que as aplicações de renda fixa e, mesmo assim, quando o fazem, concentram estas aplicações em um número reduzido de empresas que são as que, de fato, possuem liquidez no mercado de capitais brasileiro, ou compram cotas de fundos de investimentos de renda variável. Ambos os tipos de aplicação em bolsa permitem uma rápida recomposição de posições.

No curto prazo, um comportamento diferente por parte destes fundos poderia redundar em menores ganhos, porém, não necessariamente isto ocorreria se a perspectiva deles fosse a de adotar estratégias de aplicações que visassem o crescimento econômico de longo prazo, já que muitas empresas, cujos papéis experimentaram consideráveis oscilações em Bolsa (principalmente nos períodos de turbulências internacionais), permaneceram com seus fundamentos incólumes, distribuindo os lucros normalmente no final do seu período de exercício.

No entanto, uma vez que são agentes privados, se não há um direcionamento

de suas aplicações, as observações mostradas ao longo deste trabalho deixam patente que os fundos de pensão nacionais não se dirigem para uma lógica mais estável, capaz de melhorar as condições de financiamento dos investimentos no Brasil.

Percebe-se que o direcionamento dos recursos neste sentido não se refere meramente ao fato de se efetuar a criação de papéis ligados diretamente aos investimentos, uma vez que as próprias debêntures já existem no mercado. Trata-se de se articular a criação destes papéis às aplicações dos fundos de pensão, que são os grandes capitais privados nacionais da atualidade. Este movimento não se faz sem uma regulação indutora, conforme atesta a performance das aplicações destes fundos. Não confundamos esta proposta com o tipo de ação engendrado pelo tipo de gestão que se efetiva, por exemplo na PREVI. Ali o fundo é muitas vezes usado diretamente para efetivar políticas de governo, como foi o caso do processo de privatização. Os recursos do Fundo são dos pensionistas, ainda que a empresa ao qual os mesmos estão ligados seja estatal. As EFPP são, como diz a própria nomenclatura, agentes privados, que não devem ser dirigidos por gestores indicados pelo Governo. O direcionamento dos recursos dos fundos, em nossa perspectiva, deve se dar a partir de uma política clara que afete a todos de maneira igual, e de objetivos claros.

Estes agentes têm os seus compromissos atuariais a cumprir, mas, o fato é que eles poderiam aliar estes compromissos à compra de papéis ligados ao financiamento de projetos que redundem no crescimento econômico do país e lhes proporcionem uma boa rentabilidade, ainda que menor do que de outras aplicações mais flexíveis.

A nossa conclusão é a de que a atuação dos fundos de pensão nacionais, na direção de um comportamento que articule seus recursos aos financiamentos que redundam em novos investimentos e/ou no crescimento da produção, demanda participações mais ativas por parte do Setor Público e uma regulação mais direcionadora, além da criação de papéis articulados a uma política pública específica. Para que estas instituições comprometam-se com o financiamento de longo prazo, o Estado deve regular as suas aplicações, inserindo-as no bojo de uma política industrial. Para um país que necessita de fontes sustentáveis de financiamento de longo prazo, como o Brasil, estas questões são fundamentais.

Referências Bibliográficas

- ABRAPP. <www.abrapp.org.br>. *Várias informações*.
BARBER, R. & GHILARHUCCI (1993). "Pension Funds, Capital Markets and Economic Future". *In*: DIMSKI, E. & POLLIN (Eds.). **Transforming the**

- U.S. Financial System: equity and efficiency for the 21st century. Armonk, N.Y, M.E. Sharp.
- BLAKE, D. (1995). **Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom**. Oxford: Clarendon Press.
- CARNEIRO, P. & FONTES, R. (1997). “Fundos de Pensão e Crescimento Econômico: Um Estudo de Caso do AGROS: *In: Estabilização e Crescimento*. Viçosa. Editora UFV. p.277-296.
- CHESNAY, F. (1996). **A Mundialização do Capital**. São Paulo. Xamã.
- CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R (1999). “Fundos de Pensão, regulação e a discussão de “corporate governance”. *In: Anais SEP*, Porto Alegre/RS.
- CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R. (2000). “Aplicações dos Fundos de Pensão e os Ambientes Institucionais – A Influência da Regulação e das Estruturas de “Corporate Governance” e Algumas Indicações para o Caso do Brasil. *In: Revista Econômica do Nordeste*, V. 31, Número Especial, Novembro, pp. 936-952.
- D’ALMEIDA, R. A. (1999). **O Plano Real e a Armadilha Macroeconômica**. Uberlândia. Dissertação de Mestrado Apresentado ao IE./UFU.
- DAVIS, E. P. (1993). “The structure, regulation, and performance of pension funds in nine industrial countries”. **World Bank - Policy Research Working paper**, 1229. Washington, D.C. The World Bank.
- DAVIS, E. P. (1993). “The Development of Pension Funds: An approaching Financial Revolution for Continental Europe”. *In: O’BRIEN, R. Finance and International Economy*. Oxford University Press, vol 7, cap. 6.
- DAVIS, E. P. (1995). **Pension funds: retirement-income security and capital market: an international perspective**. Oxford. Clarendon Press.
- DAVIS, E. P. (1996). “Pension Funds Investments”. *In: STEIL, B. et al. The European Equity Markets, the State us the Union and Agend for the Millennium*. The Royal Institute of International Affairs, London, January.
- FARNETTI, R. (1996). “Le rôle des fonds de pension et d investissement collectifs anglo-saxons dans l’essor de la finance globalisée”. *In: CHESNAIS, F. (org.) (1996). Mondialisation financière et vulnérabilité systémique*. Paris, Ed. Syros.
- FOLHA DE SÃO PAULO. *Vários números*.
- FOLKERTS-LANDAU & ITO (1995). “International Capital Markets: developments prospects and policy issues”. Washington D.C., **International Monetary Fund**, (World Economic and Financial Survey), August.
- FREITAS, M. C. P. (1998). “Os fundos de pensão e o financiamento da Infra-estrutura”. *In: Infra-estrutura: perspectivas de reorganização/ financiamento*, REZENDE, F e BRUGINSKI DE PAULA, T. (orgs) (1998). Brasília. IPEA.
- GAZETA MERCANTIL. *Vários números*.
- GLAT, M. (1975). **Fundos de Pensão**. Rio de Janeiro. IBMEC.
- GUTTMANN, R. (1997). “The Strategic Role of Pension Funds”. *In: Seminário Internacional Fundos de Pensão – Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo. UNICAMP/ABRAPP.
- MATIJASCIC, M. (1994) “Fundos de Pensão e Rearticulação da Economia Brasileira”. Campinas, **Texto de Discussão nº 40**. IE/UNICAMP, Julho.
- O ESTADO DE SÃO PAULO. *Vários Números*.
- PEREIRA, F; MIRANDA, R.B. & SILVA, M.M. (1997) “Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna”. Brasília. **IPEA**, Maio.
- PINHEIRO, A. C. (1994). “Os fundos de pensão e o financiamento do

- desenvolvimento: O papel do BNDES”. *In: Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, nº 2. Dez. p.47-76.
- RABELO, F. M. (1998). “Fundos de Pensão, Mercado de Capitais e Corporate Governance: Lições para os Mercados Emergentes”. *In: Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, vol 38, nº 1, Jan/Mar.
- RAIMUNDO, L.C. (1997). **O Potencial dos Fundos de Pensão Nacionais na Construção de um Novo Padrão de Financiamento para a Economia Brasileira nos Anos 90**. Campinas. Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP.
- REVISTA CARTA CAPITAL. *Vários Números*.
- REVISTA DINHEIRO. *Vários Números*.
- REVISTA VEJA. *Vários Números*.
- STUDART, R. (1999). “Pension Funds and the Financing of Productive Investments: an analysis based on Brazil’s recent experience”. (mimeo).