

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

FUNDOS DE PENSÃO E OS DESAFIOS DE UMA NOVA REALIDADE
ECONÔMICA

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 54202 – Monografia.

Por Márcio Réus Gomes

Orientador: Prof. Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras-Chaves:

- 1 – Metas Atuariais
- 2 – Entidade Fechadas de Previdência Privada (EFPP)
- 3 – Cálculo Atuarial

Florianópolis, Dezembro de 2000

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a notaao aluno Márcio Rêus Gomes, na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Roberto Meurer
Presidente

Prof. José Antonio Nicolau
Membro

Prof. Paulo Korbes
Membro

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, por me guiar nas horas difíceis e iluminar meu caminho, permitindo-me chegar até aqui.

Ao professor Roberto Meurer, por ter aceito e me dado a oportunidade e privilégio de sua orientação e principalmente pela sua paciência nessa jornada que se passou.

Aos meus pais, Luiz Gomes e Noemi Angelina Zangrande, pelo dom da vida, pelo apoio, compreensão e amor dedicado a mim durante toda minha vida. Agradeço a eles por ter cumprido mais uma etapa da minha vida de forma correta, honesta e sincera, pois foi assim que me ensinaram e assim conseguirei meus objetivos.

Aos meus irmãos, pela confiança depositada em mim, em especial à Anabel e Ivair.

Aos meus colegas e amigos, pela força nas horas difíceis, pelos momentos de alegria, e pelo enriquecimento pessoal e profissional que me trouxeram durante esse período, meu muito obrigado.

À empresa Fumbesc e todos seus funcionários e diretores, em especial a Volmar Bez, pela compreensão, disponibilidade e confiança em mim depositada.

A Patrícia Mormello, por tudo que vivemos juntos, pelas horas de descontração, alegria, e também pelos momentos onde nossa amizade falou mais alto que os problemas que surgiram.

Aquelas pessoas, cujos nomes não são citados, mas que direta ou indiretamente colaboraram, o meu mais sincero agradecimento.

ÍNDICE ANALÍTICO

RESUMO

CAPITULO I

1.1	Caracterização do Problema.....	01
1.2	Objetivos do Trabalho.....	04
1.2.1	Objetivos Gerais.....	04
1.2.2	Objetivos Específicos.....	04
1.3	Estrutura do Trabalho.....	05
1.4	Caracterização do Objeto de Estudo.....	06

CAPITULO II

2.1	Marco Conceitual e Legislativo.....	10
2.1.1	Gestão do Sistema.....	10
2.1.2	Financiamento de Benefícios.....	18
2.1.3	Tipos de Contribuições.....	22
2.2	Marco Legislativo.....	23

CAPITULO III

3.1	Variações Econômicas/Financeiras.....	27
3.1.2	Formas De Investimentos e suas Oscilações.....	29
3.2	Metas Atuariais.....	32
3.2.2	Mudanças no Plano de Previdência.....	34

CAPITULO IV

4.1	Tendências Econômicas e Financeiras.....	36
4.2	Investimentos Alternativos.....	42
4.3	Fundos Atuariais.....	45

CAPITULO V

5.1	Cenários Macroeconômicos.....	48
-----	-------------------------------	----

CAPITULO VI

6.1	Conclusões.....	56
-----	-----------------	----

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANEXOS

RESUMO

Este trabalho, objetiva analisar o comportamento da administração dos ativos das Entidades de Previdência Fechada (EFPP), ou simplesmente fundos de pensão, no acompanhamento dos movimentos da economia e frente a projeções de períodos futuros, principalmente no que diz respeito às metas atuariais dessas entidades.

Apresenta uma explanação geral sobre planos de previdência, modos de financiamento e legislação pertinente a essas entidades.

Analisa situações passadas e os ganhos financeiros decorrentes da política monetária adotada pelo governo vigente.

Mostra ainda, de forma concisa, a necessidade dos fundos de pensão de obter um retorno mínimo em suas inversões financeiras de modo a conseguir alcançar suas metas atuariais, sendo que o trabalho apresenta formas de investimentos alternativos e também novos produtos que o mercado financeiro esta oferecendo aos investidores institucionais.

Por fim faz projeções futuras se baseando nas metas que o atual governo tem à cumprir a partir do acordo realizado com o FMI (Fundo Monetário Internacional), e também fazendo projeções criando cenários a partir de conhecimentos adquiridos no decorrer do curso de Ciências Econômicas.

Conclui que os fundos de pensão devem repensar suas formas de investimentos e se adaptar a nova realidade econômica, permitindo assim uma maior inserção de novos tipos de investimentos, em seu portfólio, a fim de assegurar o equilíbrio do seu plano de custeio e automaticamente realizar suas metas atuariais.

CAPÍTULO 1

1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Durante muito tempo o governo brasileiro tem sido o principal responsável pelos ganhos conseguidos no mercado financeiro, praticando taxas de juros elevadas para que o mesmo conseguisse formar uma poupança interna condizente com seus compromissos externos.

Os investidores institucionais, agrupados em Fundos Mútuos de Investimento, Seguradoras e Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP), foram alguns dos que muito se beneficiaram dessa política de geração de poupança interna alavancada com juros exorbitantes, como se pode observar no anexo I, porém os mesmos são os únicos que podem se enquadrar no gênero de investidor de longo prazo.

Pelas magnitudes das somas administradas por estas entidades e pelo perfil de longo prazo de seus compromissos, esses fundos possuem a grande vocação de participar de desenvolvimento das economias, e influenciar de um modo geral o andamento das mesmas.

Com a estabilização da economia brasileira, a partir da implantação do Plano Real, o processo inflacionário foi substituído por constantes alta das taxas dos juros com o intuito de proteção das fugas de capitais dos países emergentes dentre eles o Brasil, fugas essas oriundas de crises globalizadas como a do México, do Sudeste Asiático, da Rússia e recentemente do Brasil.

Nesse contexto econômico verificou-se uma tendência de migração de capitais, principalmente dos fundos de pensões, para os investimentos em fundos de renda fixa, principalmente os que continham títulos do governo federal, pois seus rendimentos iam muito além dos conseguidos em outras formas de investimentos, como pode ser observado no quadro 1.1.

Quadro 1.1 – Evolução da Carteira Consolidada das EFPP

DISCRIMINAÇÃO	DEZ/94	DEZ/95	DEZ/96	DEZ/97	DEZ/98	DEZ/99	JUL/00
	EM %	EM %	EM %	EM %	EM %	EM %	EM %
AÇÕES	39,10	29,5	30,9	28,5	19,20	26,3	24,20
IMÓVEIS	14,4	14,90	12,90	10,40	10,70	8,60	8,20
DEPÓSITO A PRAZO	11,50	14,60	9,60	7,60	9,70	4,60	3,40
FUNDOS DE INVEST.	12,40	11,90	19,40	30,00	33,00	43,80	47,60
OUTROS	22,60	29,10	27,20	23,50	27,40	16,70	16,60
TOTAL EM MILHÕES US\$	55,084	59,055	68,982	77,832	90,757	115,124	125,018

Fonte: ABRAPP

Os Fundos Mútuos de Investimento, Seguradoras e Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP), todos classificados como investidores institucionais, são considerados como fomentadores da poupança nacional. Os primeiros são constituídos sob a

forma de condomínios abertos e administram recursos de poupança do público, destinado a aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários. As seguradoras, consideradas como instituições financeiras pela Lei nº 4.595/64, são obrigadas a aplicar suas reservas técnicas em diversos ativos, e são sujeitos a limites estabelecidos pelo Banco Central (Resolução BC 1947/92).

Por fim as Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP) conhecidas como Fundos de Pensão, são instituições mantidas pela contribuição periódica dos seus associados e patrocinadores que com o objetivo de valorizar seus patrimônios aplicam suas reservas em vários ativos, respeitados também os limites legais estabelecidos pelo BC (Resolução nº 2720/00).

Nesse estudo analisaremos apenas as EFPP, independentemente da relação existente entre benefício e contribuição, a qual estudaremos em capítulo posterior para embasamento teórico do trabalho.

Este estudo tem como preocupação analisar as possíveis conseqüências da acomodação, surgida em conseqüência das altas taxas de juros pagas pelo governo, dessas entidades com relação às metas atuariais, estabelecidas nos planos das mesmas, sendo que para isso será analisado o período que vai da implantação do Plano Real até o mês de julho de 2000, sendo que também serem feitas projeções para períodos futuros, com base nos conhecimentos de Macroeconomia e Economia Monetária.

1.2 OBJETIVOS DO TRABALHO

1.2.1 Objetivos Gerais

Dado o problema definido da forma acima, este trabalho tem como objetivo geral, analisar o comportamento da administração dos ativos das Entidades de Previdência Fechada (EFPP), no acompanhamento dos movimentos da economia e frente a projeções de períodos futuros, principalmente no que diz respeito às metas atuariais dos fundos de pensão.

1.2.2 Objetivos Específicos

Sob o ponto de vista específico o trabalho tem ainda os seguintes objetivos:

- Investigar o crescimento do conjunto de investimentos dos fundos de pensão, sob a ótica financeira, segundo o ambiente de investimentos disponível no mercado, durante o período de julho de 1994 a julho de 2000.
- Discutir as novas formas de investimentos que o mercado começa a proporcionar aos fundos de pensão.
- Dar embasamento teórico de conceitos e legislação pertinentes aos fundos de pensão, em especial as Entidades Fechadas de Previdência Privada.

- Analisar os problemas que os fundos de pensão poderão enfrentar em um futuro próximo em face da redução gradual das taxas de juros, frente às metas atuariais.

1.3 Estrutura do Trabalho

De forma a alcançar os objetivos descritos, este trabalho é composto, além da introdução, de cinco capítulos, cuja organização e seqüência são aqui apresentados brevemente.

O segundo capítulo descreve o marco teórico e legislativo das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP), no terceiro capítulo expõe-se alguns fatos relevantes do cenário financeiro e também cenário macroeconômicos que influenciaram o mercado financeiro na economia brasileira.

O quarto capítulo discute alternativas de investimentos para os fundos de pensão, logo a seguir, capítulo quinto, a análise será feita através de coleta de dados financeiros de períodos passados e projeções de períodos futuros, e por fim é destacada a conclusão do presente trabalho.

1.4 Caracterização do Objeto de estudo

Os fundos de pensão fechados oferecem uma ampla variedade de vantagens. Aos participantes asseguram complementação do auxílio-doença e das aposentadorias por invalidez, velhice, especial e por tempo de serviço. Ao dependente, as entidades garantem a complementação da pensão e do auxílio-reclusão, além do pecúlio.

Conforme ABRAPP (1997), até o final dos anos 80, a grande maioria dos fundos de pensão tinha exclusivamente planos de benefícios definidos, nos quais a soma dos valores pagos pelo INSS (Instituto Nacional de Seguridade Nacional) e pela entidade precisariam atingir uma parcela previamente definida da média dos últimos salários do participante. Mais recentemente começaram a surgir os planos de contribuições definidas, pelos quais uma parte ponderável do benefício final é variável, ficando na dependência da qualidade da gestão do fundo e das circunstâncias da economia.

É justamente o ponto da dependência da qualidade da gestão do fundo e das circunstâncias da economia, principalmente no que diz respeito a taxa de juros, que o presente estudo visa concentrar suas atenções, pois com a redução das taxas de juros pagas pelo governo, muitas entidades começam a perceber a importância de uma melhor administração dos seus ativos financeiros, de forma que consigam cumprir com seus compromissos atuariais, ou seja manter o equilíbrio atuarial.

O conceito de equilíbrio atuarial é muito importante para a compreensão desse estudo, mas primeiro é preciso elucidar o conceito de atuária, ou seja, “é à parte da matemática que estuda as bases técnicas dos seguros em geral” (Dicionário Moraes), ou , “é à parte da

estatística que investiga os problemas relacionados com a teoria e o cálculo de seguros numa coletividade” (Dicionário Aurélio).

Segundo Pereira (1997), o equilíbrio atuarial se estende além do equilíbrio meramente financeiro, este último requer que as despesas e demais desembolsos correntes sejam pelo menos igualados pelas receitas correntes somadas as provisões, ou outros tipos de reservas acumuladas. O equilíbrio atuarial exige, além disso, que as despesas e demais desembolsos futuros correspondam fontes presumivelmente capazes de pelo menos se igualarem aos gastos, naturalmente.

O equilíbrio atuarial não pode ser tão precisamente avaliado quanto o financeiro, em especial porque para o cálculo do equilíbrio atuarial deve ser levado em conta parâmetros sobre os quais não se tem certeza total, como as taxas de rentabilidade futuras, a taxa de mortalidade dos associados, a evolução do número de associados, etc.

A análise do equilíbrio financeiro examina a solvência da entidade de previdência, ou seja, a capacidade da instituição honrar em dia seus compromissos correntes, enquanto que o estudo do equilíbrio atuarial averiguaria a sua solubilidade, isto é, a capacidade do fundo para saldar de forma consistente os seus débitos a longo prazo.

Para que as EFPP consigam cumprir seus compromissos atuariais as mesmas tendem a se adaptar às novas formas de investimentos e se expor ao risco de forma mais acentuada, pois como será observado posteriormente, existe uma tendência estatística de baixa na taxa de juro paga pelo governo.

Os fundos de pensão fechados possuem regulamentações legais específicas, sendo que a partir da regulamentação da Lei 6.435/77 de 15/07/1977 passaram a ser editadas regras,

via Resolução do Banco Central (BC), para a manutenção do tripé segurança/estabilidade/liquidez. Até julho de 2000, data limite dos dados coletados para elaboração desse trabalho, a Resolução em vigor é a de número 2.720 de abril de 2000 (anexo 02).

Esta Resolução apresenta limites legais para aplicação de investimentos, como pode ser visto no quadro 1.2.

Quadro 1.2 - Limites Máximos de Investimentos.

MODALIDADE	LIMITE MÁXIMO %
RENDA FIXA	100%
AÇÕES EM MERCADO	60%
ESPECIAL (projetos de infra-estrutura, produção e geração de energia, saneamento e outras operações; ações e debêntures de companhias em processo de reestruturação, etc)	10%
IMÓVEIS	16% até 2002
	14% até 2004
	12% até 2006
	10% a partir de 2007
EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	10%

Fonte: MPAS

Como a legislação determina limites máximos, fica a critério de cada fundo o nível de distribuição dos patrimônios nas diversas modalidades que julgar conveniente, conforme suas características gerenciais, o que pode torná-lo mais ou menos eficiente, dependendo da sua opção de investimentos.

O número atual de 276 fundos associados a Associação Brasileira das Entidades de Previdência Privada (ABRAPP) foi bastante alterado no decorrer do tempo. Em 1988 somavam 173 fundos, com patrimônio total de U\$\$ 9,695 bilhões. Atualmente (jul/00) os somas dos investimentos dos fundos de pensão fechados estatais e privados, existentes no País representam o montante financeiro de U\$\$ 125.018.439.000,00 conforme divulgado no Consolidado Estatístico da ABRAPP e no quadro 1.1.

Apesar dos números serem impressionantes, eles mostram também o caráter primário do país em relação a previdência privada, pois seu patrimônio representa apenas cerca de 11% do PIB nacional.

Enquanto que nos países de primeiro mundo mais da metade da população empregada participa da previdência privada fechada, no Brasil não chega a 3% da população economicamente ativa.

Com isso se nota a importância de políticas que visam estimular a criação de novas entidades, e também uma política tributária condizente com a realidade brasileira, para que exista um estímulo por parte das empresas para formar seu fundo.

No próximo capítulo esse estudo mostrará como os fundos de pensão funcionam e também quais as leis que os regem.

CAPÍTULO 2

2.1 MARCO CONCEITUAL E LEGISLATIVO

Fazem-se necessários aqui alguns conceitos básicos para o acompanhamento desse estudo.

Essas noções fundamentais facilitarão a compreensão dos problemas levantados e dos cenários formulados. Esse tópico tem o propósito de esclarecer alguns pontos-chaves acerca do funcionamento dos diversos tipos de sistemas previdenciários.

2.1.1 Gestão do Sistema

Os sistemas previdenciários podem ser caracterizados como de gestão pública ou privada (Abrapp, 1999), sendo que na gestão pública a administração dos recursos arrecadados e a responsabilidade pelo pagamento dos benefícios recaem sobre alguma esfera do governo – federal, estadual, ou municipal -, ou sobre empresas ou autarquia pública especialmente criada para esse fim. Já a gestão privada é a administração realizada por entidades particulares, sendo que do ponto de vista restrito da administração de recursos financeiros, esta pode ser interna ou externa às Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP).

Quanto aos métodos de financiamento dos benefícios, que nada mais são do que modelos orçamentários operacionais, recomendáveis conforme seja a condição do fluxo e acumulação de recursos necessários para o cumprimento de um programa de compromissos, segundo Conde (1997), os regimes previdenciários podem ser divididos em:

- Sistema de Repartição Simples
- Sistema de Repartição e Capitais de Cobertura
- Sistema de Capitalização

Dentro do Sistema de Capitalização, tem-se os seguintes métodos:

- Método de Entrada a Idade Normal
- Método de Crédito Unitário
- Método de Capitalização Ortodoxa
- Método de Financiamento Agregado
- Método de Financiamento Inicial
- Método de Financiamento Completo

No Sistema de Repartição Simples em cada exercício são arrecadados apenas os recursos suficientes para cobrir as despesas do mesmo exercício, é muito utilizado para a cobertura de benefícios temporários de curta duração e de pagamento único.

No sistema de Repartição Simples os contribuintes financiam os beneficiários, na expectativa de que, no futuro, ao se tornarem beneficiários, os então contribuintes forneçam recursos suficientes para o pagamento de seus benefícios. Esse regime assim se chama porque

a despesa de benefícios do ano é simplesmente repartida entre os contribuintes. Portanto, como não tem ocorrido um crescimento do número de contribuintes na mesma proporção do aumento do número de beneficiários, ocorre déficit, com o conseqüente aumento de contribuições. Por essa razão, têm aumentado, em longo prazo e de forma consistente, as alíquotas de contribuição para a previdência social, além do déficit também de ser coberto por transferências da União.

De acordo com Nogueira (1981), os principais defeitos do Sistema de Repartição Simples são três:

- O mencionado crescimento anual das taxas;
- A inexistência de recursos para serem aplicados;
- O total desamparo dos participantes, ativos ou aposentados, no caso de paralisação do processo;

Já no Sistema de Repartição de Capitais de Cobertura, todas as contribuições efetuadas no ano se destinam á formação de um fundo garantidor correspondente ao “valor presente dos benefícios” relativos aos participantes ou beneficiários que naquele ano preenchem as condições de elegibilidade ao benefício, ou seja, as contribuições arrecadadas no exercício serão suficientes para cobrir todos os gastos com os benefícios iniciados no mesmo exercício.

É chamado de Repartição de Capitais de Cobertura porque o total de fundos de cobertura dos benefícios iniciados no ano (e não apenas as respectivas despesas do exercício) é repartido pela correspondente folha salarial, para gerar a taxa de contribuição, ou seja, quando a previsão se revela correta, a receita do exercício empata com o total dos fundos de

aposentadorias iniciadas no exercício, e o saldo da receita sobre a despesa equivale à reserva para a garantia dos pagamentos futuros dessas aposentadorias.

De acordo com Nogueira (1981), os defeitos antes apontados para o Sistema de Repartição Simples são atenuados para os Capitais de Cobertura:

- A taxa anual cresce mais lentamente;
- As reservas de benefícios concedidos permitem algum investimento a longo prazo;
- Apenas os ativos ficariam desamparados no caso de paralisação do processo, porque, suposto o equilíbrio atuarial, os aposentados sempre contam com a garantia dos respectivos capitais de cobertura.

É apropriado aos casos de pensões por morte e aposentadorias por invalidez, cujas concessões também conservam uma regularidade estatística e refere-se a grupos relativamente pequenos, em cada ano de novo contingente, sendo, portanto facilmente arrecadáveis dentro do mesmo ano.

O Sistema de Capitalização é aquele em que se arrecadam dotações técnicas, contribuições permanentes, contribuições extraordinárias temporárias e outras eventuais receitas programadas ao longo da existência do plano de benefícios, de modo que, ao final de cada ano, esteja constituído o capital de cobertura das aposentadorias que deverão ser concedidas a partir de cada um desses anos sucessivos, com pagamentos vitalícios, contando-se inclusive com as rendas auferidas com os investimentos realizados como os capitais que vão se acumulando.

É apropriado aos casos de aposentadorias em geral, cujas concessões estão sujeitas a acentuadas flutuações, em termos de tamanho de cada grupo novo de beneficiários. Esse regime permite a constituição dos capitais de cobertura das aposentadorias de forma lenta e gradativa, desde o início das atividades do fundo, mediante a acumulação programada de recursos, destinados à formação simultânea dos fundos que serão necessários em todo o futuro, abrangendo as épocas mais remotas em que os direitos serão alcançados.

No sistema de Capitalização é determinada apenas uma taxa média, a ser paga pelos participantes, nivelada no tempo, capaz de gerar fluxo de receitas financeiramente equivalente ao produzido pelas taxas do Regime de Capitais de Cobertura.

Assim, segundo Nogueira (1981), os defeitos apontados para a Repartição Simples e já atenuados para os Capitais de Cobertura desaparecem, nos casos normais, para o Regime de Capitalização:

- A taxa anual se mantém nivelada ao longo do tempo;
- Às reservas de benefícios concedidos se acrescentam as grandes reservas de benefícios a conceder, incrementando fortemente o potencial das inversões a longo prazo;
- Em caso de paralisação do processo, os aposentados contarão com a cobertura das principais reservas para garantir a continuidade dos seus benefícios, enquanto aos ativos será assegurado seu direito líquido pela reserva de benefícios a conceder.

Dentro do Sistema de Capitalização encontramos os seguintes métodos de financiamento do plano:

- **Crédito unitário:** esse método financia o valor presente do benefício em tantas unidades quantos forem os anos de filiação como ativo que o participante terá ao atingir a elegibilidade para o recebimento do benefício, sendo que existe o crédito unitário projetado onde a única diferença está no fato da hipótese de crescimento salarial;
- **Método da entrada a idade normal:** determina que uma idade normal inicial de admissão (teórica) seja fixada para qualquer participante ativo. A partir dessa idade inicial é calculada a contribuição nivelada que amortize o valor presente do benefício, até a data de elegibilidade ao benefício;
- **Método de capitalização ortodoxa:** também conhecido como método de prêmio nivelado individual, ele determina que o valor presente do benefício seja equivalente ao valor presente das contribuições, isto significa que desde a data de admissão, ou data de implantação do plano, se posterior até a data de elegibilidade ao benefício o valor da contribuição anual se manterá nivelado, seja individualmente ou coletivamente;
- **Método de financiamento agregado:** onde a principal característica é estabelecer um prêmio médio através da proporção entre o valor presente dos benefícios de todos os participantes ativos e o valor presente dos salários;
- **Método de financiamento inicial:** que diz que o valor presente dos benefícios dos participantes que ingressam no plano anualmente é amortizado por uma contribuição anual de toda a massa de participantes ativos;
- **Método de financiamento completo:** onde todo o valor presente é integralizado e somente os juros provenientes das aplicações financeiras pagariam os benefícios de toda a massa de participantes.

De acordo com Nogueira (1981), o impacto da adoção desses sistemas, sobre as contribuições para o fundo, nos sistemas descritos são os seguintes:

“A taxa de contribuição avaliada anualmente no Regime de Repartição Simples cresce, a partir da época de implantação da entidade previdencial, buscando o nivelamento na fase de regime”;

A taxa de contribuição avaliada anualmente no Regime de Capitais de Cobertura cresce, em ritmo mais moderado, atingindo muito antes a fase de regime;

A taxa de contribuição avaliada no Regime de Capitalização Coletiva é prevista para manter-se inalterada no tempo, com valor intermediário às taxas iniciais e finais dos regimes anteriores”.

É importante ressaltar que caso haja algum desequilíbrio financeiro-atuarial do plano, seja ele positivo ou negativo, ou seja, superávit ou déficit, será necessário alterar as taxas de contribuição, para se retomar à situação de equilíbrio. Os atuários, entretanto, apenas alteram as taxas de contribuição em situação de persistente superávit ou déficit, para evitar constantes alterações nas regras de custeio do plano, e também porque é comum que os superávits e déficits se intercalem no tempo, tendendo a se anular. Contudo o decreto nº 81.240 determina, em seu art.34, que no caso de ocorrer superávit durante três exercícios consecutivos, haverá a revisão obrigatória do plano de benefícios.

2.1.2 Financiamento de Benefícios

Quando se fala em Atuária, lembra-se do técnico responsável por essas análises ou seja o atuário que se define como “pessoa que se ocupa da aplicação estatística e do calculo das probabilidades aos seguros de vida em geral e as questões financeiras” (Conde, 2000).

O atuário utiliza-se das seguintes ferramentas para obtenção do cálculo atuarial:

- Matemática Financeira: responsável pelo fator tempo, então quando nos referimos a um certo valor temos que identificar em que época ele está, pois pode estar no passado, presente ou futuro.
- Tabuas de Mortalidade e Sobrevivência: é o instrumento destinado a medir as probabilidades de vida e de morte.
- Funções biométricas: com base nas tábuas de mortalidade e sobrevivência usa-se a probabilidade.

As tabelas de mortalidade geralmente são superestimadas, por causa da natureza conservadora dos planos, além disso, a rentabilidade dos investimentos fica limitada a taxa de rentabilidade atuarial que em geral não excede 6% ao ano, é importante ressaltar a rentabilidade atuarial pois ela será o foco principal do presente trabalho.

As tabelas I e II apresentam a formulação de um exemplo prático para o financiamento de um benefício de aposentadoria. Note que quando o plano atinge seu estado de equilíbrio atuarial, as contribuições anuais (custo normal) e a receita suplementar (juros sobre o fundo) variam de acordo com o método de financiamento.

Tabela 2.1 – Método de Financiamento com Crescimento Salarial

MÉTODO OU REGIME	CUSTO NORMAL	RECEITA SUPLEM.	CUSTO TOTAL
Repartição simples	100		100
Crédito unitário Projetado	83	17	100
Entrada à idade normal	52	48	100
Capitalização ortodoxa	51	59	100
Agregado	51	49	100
Financiam. inicial	51	49	100
Financiamento completo		100	100

Tabela 2.2 - Método de Financiamento sem Crescimento Salarial

MÉTODO OU REGIME	CUSTO NORMAL	RECEITA SUPLEM.	CUSTO TOTAL
Repartição simples	61		61
Repartição de capitais de cobertura	51	10	61
Crédito unitário projetado	32	29	61
Entrada à idade normal	29	32	61
Capitalização ortodoxa	29	32	61
Agregado	29	32	61
Financiamento inicial	19	42	61
Financiamento completo		61	61

De acordo com os quadros acima o método de Capitalização Ortodoxo é aquele que gera o “Fundo” ideal, pois, a receita suplementar auferida deste fundo após o equilíbrio, é praticamente equivalente ao custo normal do plano, mantendo, dessa forma, nivelada a contribuição durante toda a “vida do plano”. Assim, os métodos que estabelecem

contribuições iniciais às contribuições pelo método de Capitalização Ortodoxa terão após o equilíbrio atuarial, contribuições superiores ou inferiores, respectivamente, a este método.

O método de Repartição Simples, por exemplo, pela sua própria filosofia não deve acumular recursos, razão pela qual não gera receita suplementar, e o seu custo normal é muito elevado, isto porque inicialmente o custo normal é baixo devido à pequena massa de participantes assistidos.

A idéia básica das EFPP é que quando os empregados se aposentam podem receber duas pensões, uma garantida pelo governo a partir das contribuições pagas ao INSS, e a outra, uma pensão complementar, através de um fundo de pensão, os quais são estabelecidos e sustentados pelas contribuições regulares da empresa e dos participantes, o que se traduz na chamada previdência complementar.

Para os patrocinadores, ou seja, os empregadores, as contribuições são na verdade uma forma de salário diferido aos participantes, ou seja, são remunerações pagas aos empregados para uso apenas na ocasião de suas aposentadorias. A proporção entre as contribuições das empresas e dos empregados pode variar muito, tanto de um país para outro como internamente.

2.1.3 Tipos de Contribuições

Existe uma relação entre benefício e contribuição, que pode ser dividida, de acordo com Pereira (1997), em dois grupos.

Em primeiro lugar tem-se a contribuição definida onde as contribuições periódicas dos participantes são invariáveis, nesse caso o benefício fica indefinido, ou seja, dependerá da rentabilidade alcançada pelos investimentos realizados com os recursos das contribuições, e a outra é a de benefício definido onde são fixadas as retiradas futuras, o que fica em aberto nos sistemas de previdência são as contribuições que devem adequar-se de acordo com a rentabilidade observada dos investimentos, ao plano atuarial de retiradas.

Observa-se assim que no primeiro tipo recai sobre o participante, ou seja, o empregado, todo o risco de mercado das aplicações, uma vez que a diminuição da rentabilidade destas, por exemplo, reduzirá o benefício pago no futuro. De acordo com o MPAS (Ministério da Previdência e Assistência Social) no Brasil 50% das EFPP trabalham com planos de benefícios definidos (BD).

Pode-se notar, de acordo com Schwartz (1995), que apesar de, em longo prazo, o plano de contribuições definidas resultar em custos mais baixos e ser um meio de poupança, o mesmo não provê nenhum mecanismo de redistribuição de renda ou de atenuação da pobreza.

O plano de benefícios definidos, ao contrário, pode atenuar a pobreza a curto prazo, mas seus custos tornam-se proibitivos a longo prazo, nota-se que a redistribuição de renda se dá preponderantemente dos jovens para os mais idosos e não dos ricos para os pobres.

De acordo com Baima (1998), existem ainda no Brasil duas outras formas de poupança individual direcionada a oferecer futura complementação de renda: o Fundo de Aposentadoria Programada Individual – FAPI, desde de 1997, e o Plano Gerador de Benefício Livre - PGBL, criado em 1998. Várias são as divergências sobre a sua consideração ou não

como formas de previdência privada, por funcionarem de forma semelhante a fundos de investimentos.

O que se pode afirmar é que reforçam o papel da previdência social e da previdência complementar, com relação à formação de poupança para atender a necessidades futuras, em especial quanto à complementação de aposentadoria.

2.2 MARCO LEGISLATIVO

O marco inicial da legislação específica sobre entidades de previdência privada no Brasil é a Lei nº 6435, de 15 de julho de 1977. Nesta, são consideradas como tal aquelas instituições cujo propósito é criar planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou análogos aos da previdência social, por meio de contribuição de seus participantes dos respectivos empregadores ou de ambos (Pereira, 1997).

Com sua atividade regulamentada no Brasil em 1977, através da Lei nº 6435, a previdência privada está dividida em dois ramos, um fechado e outro aberto, sendo o primeiro integrado por entidades sem fins lucrativos, formados por empresas preocupadas em proporcionar aos seus empregados uma melhor aposentadoria, sendo que os custos são divididos entre ambas as partes, empregador e empregado. Na previdência complementar do segundo tipo, o aberto, o que existe, principalmente são empresas que exploram o segmento com o objetivo de auferir lucro, seguindo esse rumo observa-se que as entidades fechadas

vivem no âmbito do Ministério da Previdência Social, enquanto as abertas atuam na área do Ministério da Fazenda.

Dentro dessas elucidações é necessário salientar que o estudo aqui desenvolvido tem o propósito apenas de adentrar na Legislação das Entidades de Previdência Privada Fechadas (EPPF), sendo assim, a partir desse momento falar-se-á apenas sobre as mesmas.

As EFPP estão amparadas pela Seguridade Social (título VIII – Da Ordem Social, Constituição Federal de 1988) sendo seu funcionamento restrito a empresas, ou grupo de empresas, sob a fiscalização do Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS), sendo que as normas para aplicações financeiras são ditadas pelo Banco Central.

Segundo Fortuna (1995), o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixa as diretrizes da política Monetária creditícia e cambial do País, além de ser a entidade superior do sistema financeiro nacional, sendo assim o CMN fica responsável por todo um conjunto de atribuições específicas, cabendo destacar o estabelecimento de normas a serem seguidas pelo Banco Central (BC) nas transações com títulos públicos; e regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operam no país.

O Banco Central atua como o órgão executivo central do sistema financeiro cabendo-lhe a responsabilidade de cumprir e fazer cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN, dentro dessas normas existe a Resolução Bacen nº 2720 de 24/04/00, que substituiu a Resolução Bacen 2.324/96, que disciplina a aplicação dos recursos das EFPP.

De acordo com a Resolução nº 2.720 de 24/04/00 (anexo 02), as principais alterações se deram na redução no limite máximo para aplicação em imóveis, que estava

fixado em 15% para o ano 2002, e passa a ser de 10% para o ano 2007, sofrendo uma redução gradual até lá, na ampliação do limite para operações em renda variável que passa de 50% para 60%, para possibilitar a aplicação de até 10% em setores considerados emergentes; na unificação do limite relativo a empréstimos pessoais e financiamentos imobiliário para participantes, fixado em 10% para as duas modalidades em conjunto (antes os limites estavam separados em 3% para empréstimos pessoais e 7% para os financiamentos); e na proibição para operações de empréstimos a patrocinadoras, antes permitidas até o limite de 10% do patrimônio da EFPP, juntamente com a permissão para operações com derivativos.

Outro ponto relevante refere-se à necessidade de contratação de profissionais especializados em algumas atividades relacionadas aos investimentos, tal como a auditoria de gestão por uma entidade credenciada pela Comissão de Valores Mobiliários, que passa a ser obrigatória. Porém, segundo a revista *Investidor Institucional* (07/2000), se depender dos fundos de pensão, a Resolução nº 2.720, deverá passar por uma profunda reformulação, entre os itens destaca-se a obrigatoriedade de contratação dos serviços de custódia centralizada e do auditor de gestão, pois os custos operacionais iriam aumentar mais do que o normal.

Outro ponto sugerido é a eliminação do critério de liquidez como parâmetro para a definição das carteiras do segmento de ações em mercado, pois da forma como está estruturado, o novo modelo de investimentos limita a manutenção de carteiras de ações de média e baixa liquidez pelos fundos de pensão, incentivando a concentração dos recursos em alguns poucos papéis de alta liquidez, pois existem várias ações de segunda linha que oferecem bons rendimentos aos investidores.

A mudança ocorrida com a substituição da Resolução 2.324/96, se deu principalmente porque a mesma não incorporava as mudanças verificadas nos sistemas financeiros em todo mundo, as principais justificativas para a elaboração de um novo modelo foram:

- a globalização dos mercados financeiros e de capitais,
- novas tecnologias de informação que reduzem custos de transação e operação
- novos produtos e inovações em ritmo cada vez mais acelerado.

Sendo assim no próximo capítulo estudar-se-á os cenários econômicos/financeiros que determinaram os ganhos financeiros dos fundos de pensão no período de 1994 a jul/2000.

CAPÍTULO 3

3.1 VARIAÇÕES ECONOMICAS/FINANCEIRAS

A partir da implantação do Plano Real, o Brasil enfrentou diversas situações, que invariavelmente resultaram em mudanças na política monetária e cambial, com o intuito de fortalecer a economia contra as oscilações do mercado mundial.

De acordo com Solimeo (1997),

“a estratégica básica do plano foi composta por três etapas: a etapa fiscal, marcada pela criação do Fundo Social de Emergência, que reforçou as finanças da União, com vistas ao equilíbrio de suas contas ; a etapa de instituição da URV (Unidade Real de Valor), mecanismos bastante criativo para a desindexação da economia, que corrigiu todos os preços e valores de forma sincronizada e, finalmente o lançamento da nova moeda – o Real – sustentada por sua paridade como dólar. Como complemento foram fixadas taxas de juros bastante elevadas e níveis bastante altos dos recolhimentos compulsórios ao Banco Central enxugando a liquidez decorrente do processo de remonetização da economia.”

O ponto que nos interessa aqui são as elevadas taxas de juros praticadas nesse período, assim como a inflação medida por um indexador oficial, neste caso adotado o IGP-M, pois é o mais utilizado para estabelecer as metas atuariais de um fundo previdenciário, principalmente por sua natureza de ser um indicador confiável para as operações financeiras de longo prazo, observa-se que as taxas, Selic (remunera os títulos do governo), CDI (títulos de emissão dos bancos, que lastreiam as operações do mercado interbancário, Fortuna (1995)), CDB (Certificado de Depósito Bancário), e também o IGP-M (Índice Geral de Preços de

Mercado) oscilaram durante esse período atingindo pontos altíssimos nas crises da Ásia e da Rússia (anexo III)

A política monetária adotada funcionou como um contra balanço da política cambial, pois ao manter o real supervalorizado acabou forçando o governo a estimular o crescimento de capitais de risco, quer dizer, acaba forçando o governo brasileiro a estimular o ingresso de capitais voláteis que aqui buscam alta rentabilidade.

O governo basicamente era o grande fomentador desse processo, pois o mesmo emitia títulos que ofereciam rendimentos ou taxas de juros bastante elevadas, e isso implica entrada de capitais externos, que por sua vez financiam o déficit governamental, acumulando reservas externas. Porém o alto custo de manter taxas de juros elevadas por muito tempo refletiu-se de forma negativa na contas do governo e principalmente na dívida interna do país e no desestímulo ao investimento direto por parte dos empresários brasileiros.

Por outro lado, as EFPP, assim como todos os grandes investidores do país, ganharam e muito durante esses seis anos de governo pós-real, pois a alta rentabilidade alcançada através dos títulos que o governo emitia permitiu a essas instituições alcançarem retornos financeiros jamais imaginados, superando assim em muito a meta atuarial perseguida, conseguindo um superávit financeiro sem muito esforço por parte dos seus gestores.

Observa-se através do quadro 3.1, a variação no crescimento dos investimentos das EFPP desde 1994.

Quadro 3.1. Crescimento dos Investimentos. Abrapp, jul/2000

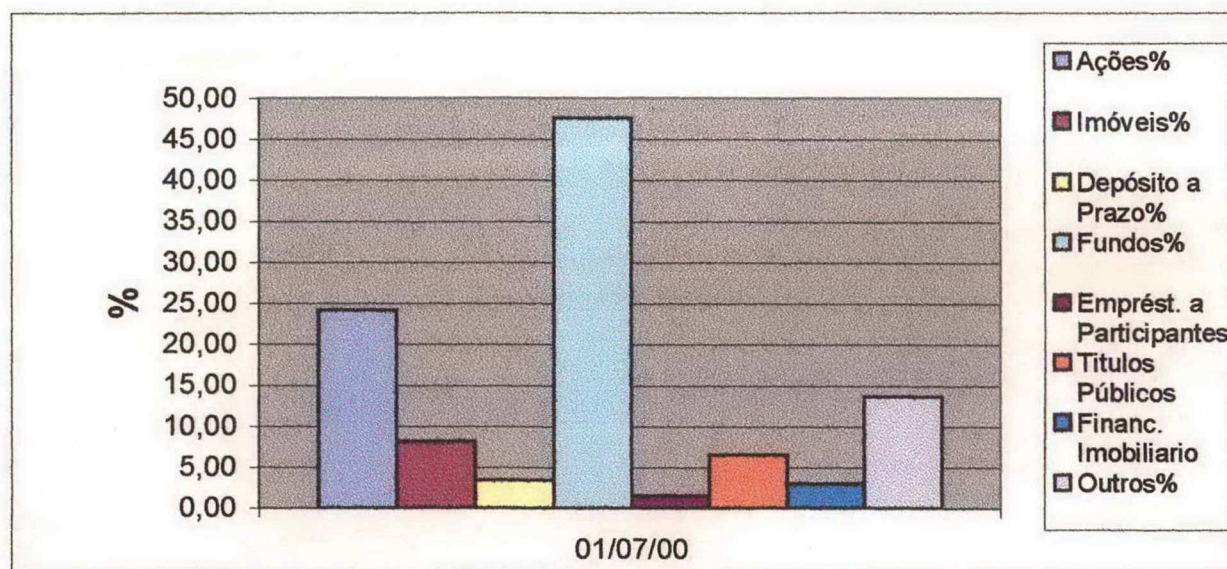
Período	INVESTIMENTOS		Variação %
	Inicial	Final	
1994	-	46.488	-
1995	46.488	57.461	23,6
1996	57.461	71.672	24,7
1997	71.672	86.861	21,2
1998	86.861	90.757	4,5
1999	90.757	115.124	26,8
Jul/00	115.124	125.018	8,6

Fonte: Consolidado Estatístico da Abrapp, Jul/2000

3.1.2 Formas de Investimentos e suas oscilações

Como pode ser observado no gráfico 3.1, a concentração dos investimentos dos fundos de pensão, está basicamente em fundos de investimentos e ações;

Gráfico 3.1 - Consolidado Estatístico por Tipo de Aplicação



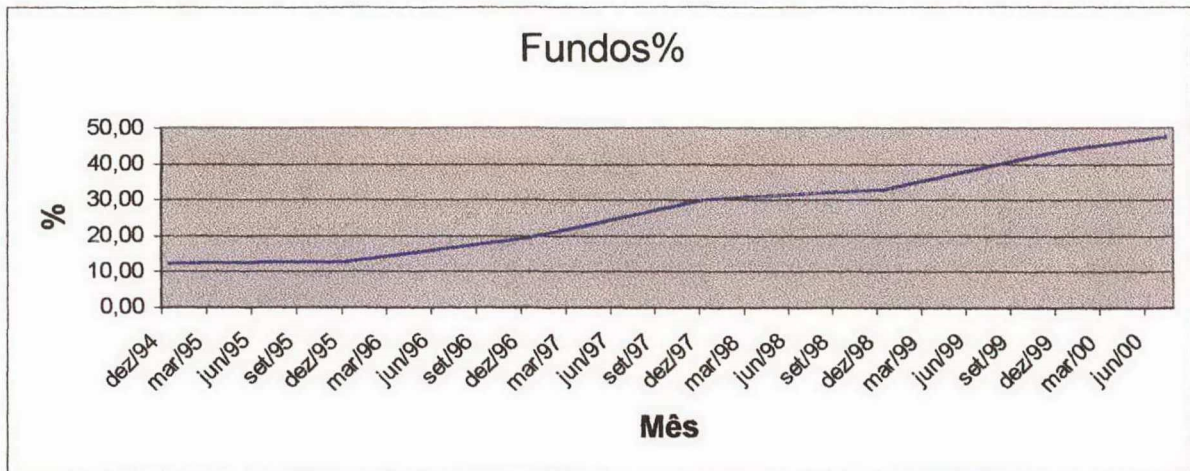
Fonte: Consolidado Estatístico da Abrapp, Jul/2000.

A partir de 1997 os fundos de investimentos, que concentram títulos públicos em suas carteiras, passaram a ser o carro chefe das aplicações financeiras das EFPP, unicamente por causa das elevadas taxas de juros praticadas pelo governo brasileiro.

Pode-se observar através do gráfico 3.2 que existe uma concentração dos recursos nesses fundos, porém com a estabilização econômica, depois de sérias crises financeiras pelo qual o país teve que passar, e do ajuste cambial realizado no começo do ano de 2000, a pergunta que fica no ar é “até quando os juros continuarão nesse patamar onde não se exige uma administração de ativos de forma ativa”, pois é muito simples comprar títulos do governo e obter retornos de 20% ao ano, simplesmente não há necessidade de maior análise por parte dos compradores, pois além de ter um rendimento ótimo, o governo é o melhor pagador de dívidas do país.

Gráfico 3.2 – Evolução dos Investimentos em Fundos (Renda Fixa e Variável)

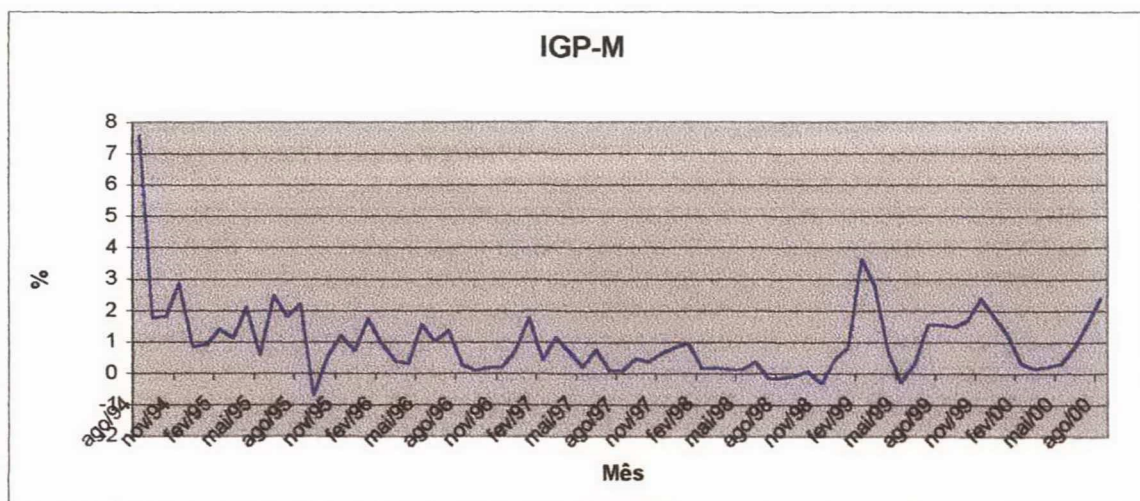
jul/94 a jul/00



Fonte: Consolidado Estatístico Abrapp jul/2000

Observa-se ainda no gráfico 3.3 que o IGP-M tem mostrado uma certa tendência de alta nos últimos meses, o que acarretou muitos problemas aos administradores previdenciários pois a dificuldade de conseguir alcançar a meta atuarial aumenta de acordo com a oscilação da taxa de juros e também do indexador do plano.

Gráfico 3.3 – Oscilações IGP-M – Jul/94 a Jul/00



Fonte: www.calculos.com

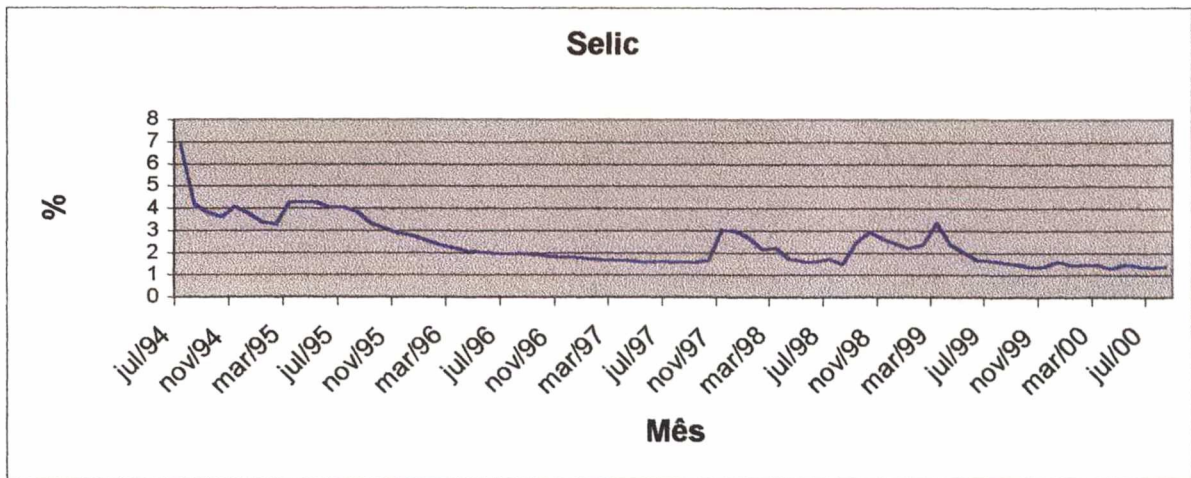
3.2 Metas atuariais

Muitos fundos de pensão e empresas de previdência privada possuem metas atuariais atreladas aos índices de inflação, como por exemplo, IGP-M mais 6% ao ano. Sem o cumprimento dessas metas, as fundações correm o risco de não conseguir arcar com o pagamento de todas as aposentadorias dos participantes do plano de previdência.

Alcançar essas metas era fácil quando, com os juros em patamar elevado, o retorno proporcionado pelas aplicações atreladas às taxas de juros era bem superior ao mínimo exigido. No ano passado, por exemplo, a diferença entre a Selic e a meta de IGP-M mais 6% ficou positiva em 19,35%. Ou seja, aplicando conservadoramente, as fundações atingiram rentabilidade próxima a essa. Agora as fundações terão de migrar para ativos de maior risco para atingir as suas metas, terão que se expor mais para conseguir a rentabilidade desejada.

Observa-se no gráfico 3.4 que a taxa Selic tem caído muito no decorrer do plano real, sendo que suas principais altas foram em decorrência das crises asiática e russa, ocorridas nos anos 97 e 98 respectivamente. Nota-se uma tendência de baixa para os próximos anos forçando ainda mais as EFPP a buscarem novas alternativas de investimentos que não seja a renda fixa.

Gráfico 3.4 – Taxa Selic Mensal - Jul/94 a Jul/00



Fonte: www.calculos.com

3.2.2 Mudanças no Plano de Previdência

A perspectiva de queda nas taxas de juros prevista para os próximos anos está contribuindo para a mudança do perfil dos investimentos dos planos de previdência administrados tanto por fundos de pensão como por entidades abertas e seguradoras.

Além do surgimento de produtos que não oferecem nenhuma garantia de rentabilidade, como são os casos do Plano Geral de Benefício Livre (PGBL) no mercado de previdência aberta e do Plano de Contribuição Definida Puro entre as entidades fechadas, também começam a aparecer modelos que utilizam metas e garantias menores que as tradicionais.

Nos últimos dois anos começaram a surgir no mercado de previdência privada um meio termo entre os planos sem garantia e aqueles que utilizam a taxa básica de 6% ao ano, trabalhando com taxas que variam entre 0% e 6% acima do índice da inflação.

Várias empresas começaram a rever suas metas atuárias nos últimos anos, sendo que algumas optaram em manter o mesmo índice de inflação, mas cortando pela metade a taxa adicional, ou seja, indo para 3%, sendo que uma das consequências imediatas é o aumento das reservas matemáticas, que segundo Conde (2000), é o valor determinado atuarialmente que equilibra as responsabilidades futuras, num contrato entre "Entidade e Participante", ou seja, é a diferença entre os encargos da Entidade e do participante, avaliado pela mesma tábua de mortalidade, taxa de juros e à mesma época.

Deve-se registrar aqui que existem certas dificuldades para se implantar a redução das metas atuárias, pois se a entidade estiver com déficit técnico, a redução da meta atuarial provoca de imediato o crescimento da reserva matemática do plano e, se o fundo estiver em situação de déficit haverá um agravamento do desequilíbrio do plano de benefício definido, o que pode acarretar a inviabilidade do plano.

No caso de um fundo que não consegue atingir o índice de inflação mais 6% devido a baixa rentabilidade de seus investimentos, a saída é cortar a meta atuarial e aumentar as contribuições do plano.

No próximo capítulo o presente trabalho mostrará algumas opções de investimentos diante de uma nova realidade financeira.

CAPÍTULO 4

4.1 TENDÊNCIAS ECONÔMICAS E FINANCEIRAS

As transformações pelas quais passou a economia brasileira nos anos 90 sugerem que o país está entrando num “circulo virtuoso” de crescimento moderado com estabilidade monetária. Este cenário contrasta com a história de aguda instabilidade e quase estagnação dos anos 80 e grande parte dos anos 90, que modelaram o comportamento dos agentes econômicos e dos mercados de ativos.

Algumas dessas transformações devem ser lembradas. Primeiro, a abertura externa vem produzindo a integração da economia brasileira ao resto do mundo, tanto nos mercados de bens e serviços, quanto nos mercados de capitais. Como consequência, o Brasil não poderá se desviar, como no passado, da estrutura predominante e das grandes tendências da economia mundial.

Segundo, vêm ocorrendo profunda mudança no papel do Estado na economia. O programa de privatização transferiu ao setor privado a propriedade e a gestão da infraestrutura econômica e de setores-chave da indústria. A desregulamentação de setores e mercados vem derrubando as barreiras à entrada e ampliando a competitividade global da economia. As reformas fiscais (administrativa, previdenciária e a recente Lei de Responsabilidade Fiscal), ainda que parciais e de resultados lentos, irão sem dúvida mudar para melhor a alocação e a gestão de recursos no setor público.

Terceiro, a adoção do regime de câmbio flutuante melhorou a competitividade externa, depois de mais de quatro anos de estagnação das exportações e de endividamento externo crescente. Como resultado, viabilizou-se um novo ciclo de investimento privados no país, com forte participação do capital multinacional.

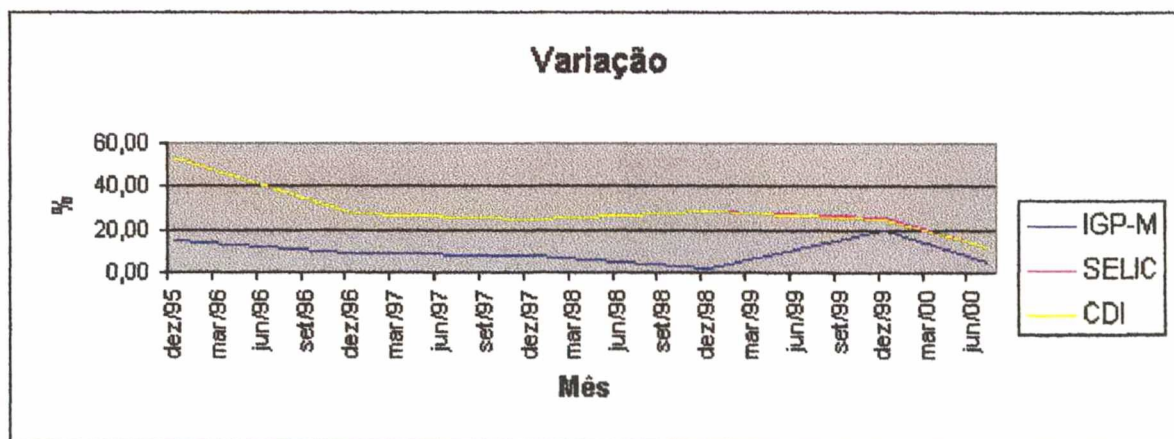
Quarto, desde o final de 1998, o setor público realizou um ajuste fiscal em que poucos acreditavam. Apesar de má qualidade do ajuste, apoiado em impostos ineficientes e em cortes de gastos pouco racionais, que terão que ser forçosamente revistos no futuro, o governo vem gerando um superávit primário superior a 3% do PIB, o que permitiu estabilizar a dívida líquida do setor público abaixo de 50% do PIB.

Do ponto de vista dos mercados de ativos, as mudanças estruturais da economia têm tido efeitos de primeira ordem. O mais notável e aparente deles é a expressiva queda da taxa primária de juro, em termos reais, de mais de 20% ao ano na média de 1994-99 para cerca de 11% no corrente ano (2000) e provavelmente para valores de um dígito a partir de 2001.

Pode-se verificar no quadro 4.1 e seu respectivo gráfico que tanto os juros como a inflação apresentam uma constante queda, uma variação anual, quando comparada ao ano passado, negativa, reflexo do comportamento da economia e sua adaptação aos novos tempos.

Quadro 4.1. Variação Anual dos Indicadores e Indexadores Financeiros.

MÊS	IGP-M	Variação	SELIC	Variação	CDI	Variação
dez/95	15,24		52,95		53,11	
dez/96	9,19	-39,70	27,33	-48,39	27,09	-48,99
dez/97	7,74	-15,78	24,7	-9,62	24,6	-9,19
dez/98	1,79	-76,87	28,8	16,60	28,58	16,18
dez/99	20,1	1022,91	25,59	-11,15	24,98	-12,60
jul/00	4,79	-76,17	11,82	-53,81	11,74	-53,00



Fonte: Mesa de Operações Financeiras BESC

Embora a taxa de juros ativa do sistema financeiro ainda esteja muita elevada, em termos reais, sua tendência é claramente de queda, fruto do aumento da competitividade na indústria bancária, da maior estabilidade do ambiente econômico interno e da redução gradual das “cunhas ficais”. Nesse contexto, é previsível uma vigorosa expansão de crédito do setor

privado nos próximos anos e um novo surto de desenvolvimento dos mercados de capitais, a exemplo do que ocorreu no resto do mundo a partir dos anos 80.

O ambiente de efervescência dos negócios que vem sendo criado por essa nova situação se traduz na busca, pelos vários tipos de investidores, de alternativas de investimentos que possam gerar um retorno diferenciado em relação aos papéis de renda fixa. Isso é particularmente verdadeiro no caso dos investidores institucionais, cujas metas atuariais podem situar-se acima do retorno real gerado pelas aplicações usuais de renda fixa.

Dentro desses novos tipos de investimentos, tem-se os investimentos chamados de alternativos e os que estão atrelados a um determinado índice de inflação, fundos atuariais, como será elucidado a seguir.

4.2 INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS

Uma das formas das EFPP obterem maior retorno na aplicação de seus ativos vem na forma dos chamados investimentos alternativos, como refere MPAS (2000) aos investimentos privados, não tradicionais e de baixa liquidez, nesse meio se excluem os ativos tradicionais tais como: ações, instrumentos de renda fixa, imóveis etc.

O maior risco e a baixa liquidez dos investimentos alternativos são compensados pela expectativa de obter retornos bem acima da média de mercado.

Ainda de acordo com MPAS (2000), os investimentos alternativos costumam ser classificados da seguinte forma:

- i. *Venture Capital* (Capital de Risco): investimentos de *equity* (investimentos direto no patrimônio líquido) em empresas com produtos ou receita não desenvolvidos ou em desenvolvimento.
- ii. Fundos de *Leveraged Buyouts* (Compras Alavancadas): investimentos de *equity* em empresas abertas ou fechadas que resultam na aquisição de uma parcela significativa ou controle majoritário da empresa.
- iii. *Distressed Securities* (Garantia de Recebíveis): investimentos realizados por meio da aquisição de dívida ou direitos comerciais de empresas que estão em dificuldades financeiras, em processo de reestruturação ou falência.
- iv. *Mezzanine Financing* (Financiamento de Dívidas): investimento na dívida subordinada de empresas fechadas – o credor participa na valorização da *equity* através de instrumentos de conversação, tais como direitos, garantias ou opções.
- v. *Private Equity* (Investimentos em empresas de capital fechado) internacional: investimentos de *equity* em empresas operando em mercados desenvolvidos (fora dos E.U. A) ou em mercados emergentes.
- vi. Programas de Petróleo e Gás: investimentos na exploração de reservas ou no desenvolvimento de reservas comprovadas.
- vii. Madeira e Agrícola: investimento em terras para explorar madeira ou plantio de commodities.

- viii. Investimentos Economicamente Direcionados (IEDs): investimentos que possuem um componente especial, geralmente relacionado a aspectos geográficos, econômicos ou sociais.
- ix. Outros: Fundos de *Private Equity* em geral, os quais investem em vários tipos de investimentos.

Esse tipo de investimento alternativo é muito utilizado pelos fundos de pensão dos países de primeiro mundo, principalmente os Estados Unidos, geralmente pela confiança que existe por parte dos investidores em relação a economia norte americana. Sua natureza de longo prazo e pouca liquidez necessita dessa segurança.

De acordo com o relatório divulgado pela Agência Goldman Sachs de 1999, esses são os valores que os fundos destinaram a essa forma de investimentos.

Quadro 4.2 - Valores comprometidos com Investimentos Alternativos em US\$ bilhões

Tipos	1992	1995	1997	1999
Fundações e <i>Trusts</i>	4	5	10	12
Fundos de Pensão Privados	16	27	37	48
Fundos de Pensão Públicos	16	26	44	92
TOTAL	36	58	91	152

Fonte: Goldman Sachs/1999

Considerando apenas os Fundos de Pensão Privados, objetos desse estudo, observa-se uma tendência de crescimento nesse tipo de investimento, em decorrência da obtenção de uma maior valorização dos seus ativos financeiros, como se pode observar no quadro 4.4.

Quadro 4.3 - Retorno Obtidos com Investimentos Alternativos

Categoria de Investimento	Previsão em 1997 em %	Retorno Real em 1999 em %
<i>Venture Capital</i>	17,0	33,5
<i>Fundos de LBO</i>	18,0	24,9
<i>Mezanine Financing</i>	15,0	16,5

Fonte: Goldman Sachs/1999

Uma das razões pelo qual os fundos de investimentos alternativos, são recomendados é a necessidade de diversificação da carteira financeira dos fundos de pensão, por exemplo, o caso do fundo de *Venture Capital* (Capital de Risco), o qual não tem correlação estreita com o mercado mais amplo de ações, pois os fundos de *Venture Capital* investem em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, procurando identificar aquelas que oferecem perspectivas de bons retornos futuros.

É importante ressaltar que muitos fundos de pensão não realizam investimentos alternativos por dois simples e óbvios motivos, pelo maior risco e a falta de liquidez desse tipo de investimento.

Na América Latina os investimentos alternativos ainda estão em fase de implantação, mas nota-se um grande interesse de fundos de *private equity* internacionais, que por aqui estão se instalando em busca de negócios com maior rentabilidade do que a média dos seus países de origem.

De acordo com MPAS (2000), os fundos de *private equity* na América Latina podem ser enquadrados nas seguintes categorias:

- Privatizações
- Reestruturações corporativas
- Alianças estratégicas
- Fundos de infra-estrutura

A diferença desses fundos em relação a seu país de origem é que eles tendem a evitar investimentos intensivos em tecnologia, como o fazem nos EUA, por exemplo, principalmente em função de:

- Falta de pessoal e infra-estrutura adequada.
- Da legislação que não protege de modo eficiente às patentes
- Da percepção dos investidores de que investimentos em países em desenvolvimento já são arriscados por si só e que não vale a pena incorrer riscos adicionais.

De qualquer forma esse tipo de investimento pouco a pouco vem tomando forma na América Latina como mostra o quadro 4.4:

Quadro 4.4 - Investimentos com *Private Equity* na América Latina

País	Valores em US milhões	Percentual %
Argentina	4.238	48,6
Brasil	2.056	23,6
México	806	9,2
Chile	355	4,1
Venezuela	308	3,5
Colômbia	265	3,0
Outros	697	8,0
TOTAL	8.725	100,0

Fonte: MPAS (2000)

Nota-se que os investimentos realizados no Brasil não correspondem à dimensão da economia do País na América Latina, concluindo-se então que ainda existe um vasto caminho a ser percorrido para que os investimentos em *Private Equity* no Brasil, passem a fazer parte do portfólio de investimentos dos grandes investidores nacionais.

Após essa explanação sobre investimentos alternativos segue-se agora uma seqüência de situações, onde a finalidade é observar como os fundos de pensões do Brasil

reagiriam a situações adversas da economia brasileira, com taxas de juros mais baixas e inflação em diversos níveis.

4.3 FUNDOS ATUARIAIS

Com a necessidade das fundações assegurar esse ganho mínimo, 6% ao ano mais IGP-M, começaram a surgir no mercado vários fundos atuariais, que oferecem rentabilidades indexadas ao IGP-M. Para que os administradores consigam essa façanha os mesmos deverão fazer uma gestão balanceada da carteira, entre renda fixa e renda variável.

O maior problema para a operação desses fundos atualmente é a falta de oferta de títulos indexados ao IGP-M no mercado. Sem liquidez desses papéis, os administradores de recursos não têm como lançar esses produtos por não poderem arcar com os resgates.

Para minimizar o problema de liquidez, os fundos deverão fazer uma carteira mista, com uma fatia aplicada em títulos a IGP-M mais 6% e outra em ativos de maior liquidez, como os tradicionais atrelados ao CDI, para terem liquidez suficiente pra honrar seus compromissos com o pagamento dos participantes que vierem a pedir suas aposentadorias e pensões.

De acordo com a matéria publicada no jornal Gazeta Mercantil em 28/07/00,

“os papéis indexados à inflação, principalmente ao Índice Geral de Preços ao Mercado (IGP-M), voltaram a fazer sucesso entre os gestores de fundos de investimentos e os investidores institucionais. Os motivos principais foram o repique da inflação deste mês e a queda forte das taxas de juros básicas, que provocaram uma drástica queda do juro real”.

A combinação destes fatores provocou o crescimento da demanda em julho, a queda das taxas do cupom do papel no mercado secundário e o conseqüente aumento do preço unitário. Resumindo, significa que os papéis valorizaram e deram bons rendimentos para quem estava aplicado. Um bom exemplo é o BB Atuarial, do Banco do Brasil, um fundo de renda fixa que está 100% atrelado a este tipo de papel e rendeu em julho 4%, um número muito mais atrativo que o CDI do mês, que estava até o dia 26 em 1,12%.

Esse tipo de papel, no mercado secundário, com vencimento em quatro anos está sendo negociado a uma taxa de IGP-M mais 11%.

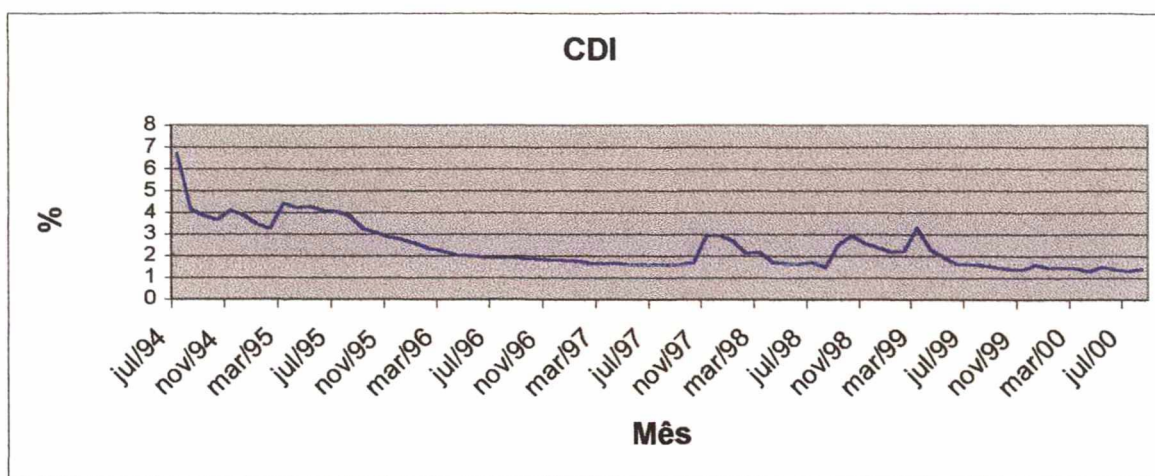
Cabe aqui uma explicação sobre as metas atuariais dos fundos de pensão. Todo ano eles têm que render no mínimo a inflação e aí se escolhe um indexador, porém o mesmo tem que ter um caráter de longo prazo, mais 6% ao ano.

Comprando os papéis do governo, que são de longo prazo (três a sete anos), e se ficarem com os títulos até a data de vencimento, elas têm rendimento garantido de IGP-M mais o cupom, ou seja, uma taxa fixada pelo governo no ato da venda, e que tem seu preço modificado no mercado secundário. A média hoje deste chamado cupom está em torno de 11% ao ano e é comparado diretamente às taxas de juros reais (juros nominais menos inflação).

O CDI (certificado de depósito interfinanceiro ou bancário), por enquanto, não tem rendido muito mais que estes papéis. Em julho de 2000, o CDI perdeu e a expectativa é de que com novas quedas dos juros, os indexados ganhem ainda mais. Isso porque, à medida que a expectativa é de que os juros reais, taxa nominal menos inflação, caiam, haverá maior demanda das fundações.

No gráfico 4.1 observa-se a evolução do mesmo desde o início do plano real e tem-se a constatação da tendência de redução das taxas de juros pagas pelo mercado financeiro.

Gráfico IV – Oscilações da taxa CDI – Jul/94 a Jul/00



Fonte: www.calculos.com

O próximo capítulo fará projeções para períodos futuros e analisará o comportamento da rentabilidade e postura dos fundos de pensão.

CAPÍTULO 5

5.1 CENÁRIOS MACROECONÔMICOS

As projeções feitas nesse trabalho levam em conta as metas para a inflação divulgadas pelo Banco Central para os anos de 2000 e 2001, e também o acordo do Brasil com o FMI (Fundo Monetário Internacional).

Supondo que a economia brasileira tivesse os seguintes cenários:

1- Reduções graduais das taxas de juros, taxa de desemprego em queda, boas expectativas do setor privado, porém com oscilações periódicas da taxa de inflação, e que mantivesse o déficit orçamentário que hoje existe em seu balanço de pagamentos.

A projeção que se faz a esse cenário é a seguinte:

Caso persistisse a manutenção do déficit orçamentário, o governo teria que se auto financiar e para isso teria que oferecer taxas de juros mais altas, o que fatalmente levaria a um efeito deslocamento, que como Dornbusch (1991) explica, ocorre quando uma política fiscal expansionista faz com que as taxas de juros aumentem, reduzindo, portanto, os gastos privados, particularmente o investimento.

Neste caso com o aumento das taxas de juros, a demanda agregada tende a cair, ocorrendo assim uma redução da inflação, porém ao mesmo tempo se verifica um declínio da atividade industrial do país e conseqüentemente uma redução do PIB nacional.

Neste caso os investidores institucionais saem ganhando com aplicações em títulos do governo e papéis de renda fixa, porém ao mesmo tempo perdem tanto nas bolsas de valores como também nos chamados investimentos alternativos, os quais foram expostos anteriormente, pois os mesmo dependem do crescimento da economia brasileira para dar bons resultados financeiros.

2- Alterando esse cenário e supondo que a economia brasileira tivesse uma expansão moderada, mas contínua do PIB, e junto com isso uma taxa média anual de crescimento de 4 % entre 2000 e 2005, baseando-se na metas que o governo tem de cumprir junto ao FMI (Fundo Monetário Internacional), e junto com isso considerar que a inflação, medida pelo IGP-M, gire em torno de 5% ao ano, com tolerância de 2%, para cima ou para baixo, e mantendo o câmbio a uma paridade de cerca de R\$ 1,90 a R\$ 2,00 por cada dólar.

Admitindo que o Brasil desse continuidade às reformas fiscais e tributárias, que vêm a algum tempo tentando viabilizar, e ao mesmo tempo conseguisse dinamizar as exportações brasileira. e conseqüentemente conseguisse com isso estancar o furo que existe no balanço de pagamentos conseguindo assim parar a tendência crescente da dívida líquida do setor público, tem-se o seguinte cenário.

Quadro 5.1 - Taxa de Inflação, de Câmbio e de Juro

Anos	Taxa de inflação(1)	Taxa de juro (2)	Juro Real (3)	Taxa de Câmbio (4)
1999	20,1	25,59	5,49	1,81
2000	9,0	16,5	7,5	1,95
2001	5,0	14,2	9,2	1,97
2002	5,0	13,6	8,6	1,97
2003	5,0	11,4	6,4	2,00
2004	5,0	11,4	6,4	2,00
2005	5,0	11,4	6,4	2,00

(1) IGP-M acumulado do ano

(2) Taxa Selic acumulada do ano

(3) Deflacionado pela taxa de variação do IGP-M

(4) Taxa de câmbio média anual (R\$/US\$)

Como se observa, com a redução gradual das taxas de juros reais, em decorrência da diminuição da taxa nominal e também da estabilização da inflação, em um patamar considerado satisfatório pelos analistas econômicos, os fundos de pensão teriam muitas dificuldade em conseguir alcançar suas metas atuariais, como podemos observar no quadro 4.2.

Quadro 5.2 – Meta Atuarial X Taxa de Juros

Anos	Taxa de inflação(1)	Taxa de juro (2)	Meta Atuarial 6% + IGP-M	Variação Em %
1999	20,1	25,59	26,1	98,05
2000	9,0	16,5	15,0	110,00
2001	5,0	14,2	11,0	129,09
2002	5,0	13,6	11,0	123,64
2003	5,0	11,4	11,0	103,64
2004	5,0	11,4	11,0	103,64
2005	5,0	11,4	11,0	103,64

Como se pode observar no ano de 1999 as EFPP, que mantiveram suas aplicações financeiras apenas em renda fixa tiveram muita dificuldade em conseguir o retorno que o cálculo requeria, pois comparando a taxa Selic com a meta atuarial tem-se que a meta foi superior ao rendimento dos juros pagos pela Selic.

O ano de 1999 foi marcado principalmente pela grande alta nas bolsas brasileiras, onde o índice IBOVESPA, que segundo Sandroni (1994), é o índice que exprime a variação média diária dos valores das negociações, na Bolsa de Valores de São Paulo, de uma carteira de ações de cerca de cem empresas selecionadas, fechou o ano com uma alta de 151,95%, o que dizimou a perda que as EFPP tiveram nas apostas com renda fixa.

Deve-se salientar aqui que se nesse cenário posto houvesse qualquer fato ou ocorrência que fizesse a taxa de inflação oscilar para cima, como por exemplo, uma crise de oferta, a rentabilidade dos fundos estaria seriamente comprometida.

Considerando uma situação de análise do Plano Real onde já se passaram mais de 6 anos, onde o projeto de estabilização do país começa a ter forma própria e pode-se considerar bastante avançado, principalmente em relação a processos inflacionários, pode-se criar outra situação onde se tem duas variáveis importantíssimas para análise, são elas a demanda e a oferta, explica-se:

Durante um processo de estabilização é a variável demanda que mais sente as alterações que surgem no mercado, porém a partir do momento em que esse processo de estabilização esta prestes a ser concluído ou em estágio avançado, observa-se o domínio da variável oferta, pois a mesma tem a função de dinamizar a economia como um todo, principalmente no que diz respeito a novas formas de criação e inovação no mercado.

3 - Supondo que os anos de 2000 a 2005 sejam anos onde a economia brasileira começa a decolar de forma consistente e duradoura, conforme as metas divulgadas pelo Banco Central, onde se entra em um período de decolagem da economia como um todo, entendendo como anos de decolagem como sendo períodos onde os fundamentos econômicos e financeiros se consolidam, e com isso o país começa a receber poupança externa, para financiar esse crescimento de oferta.

Tem-se um cenário onde a consolidação da estabilidade tem efeito positivo sobre o crescimento, o que determina taxas positivas de variação do PIB nesse período, supondo,

ainda, que exista mais liquidez no mercado, onde o crédito cresça de forma que possa financiar novos investimentos em capital fixo no país.

Considerando ainda que esse crescimento, tanto do crédito como do PIB, sejam abaixo do potencial que possam vir a ter, a partir do momento que todas políticas, tanto fiscais como tributárias, tiverem sido aprovadas, e começarem a surgir efeito na economia, obtém-se um resultado onde a inflação fica estável, e os juros caem a um patamar de um dígito.

Observa-se que a queda dos juros é mais acentuada do que a da taxa de inflação, pois a inflação acompanha o crescimento da economia principalmente em função da maior demanda por parte das famílias.

Junto a isso se mantém a projeção do câmbio de uma variação de R\$ 1,90 a R\$ 2,00 para os anos de 2000 a 2005.

Quadro 5.3 - Projeção de Cenário de Decolagem da Economia Brasileira

Anos	Taxa de inflação(1)	Varição TX Inflação %	Taxa de juro (2)	Varição TX Juro %	Juro Real (3)
1999	20,1	-	25,59	-	5,49
2000	10,2	-49,25	16,5	-35,52	6,30
2001	6,0	-41,18	13,5	-18,18	7,50
2002	6,0	-	12,5	-7,41	6,50
2003	5,0	-16,67	11,5	-8,00	6,50
2004	5,0	-	11,0	-4,35	6,0
2005	5,0	-	11,0	-	6,0

- (1) IGP-M acumulado do ano
- (2) Taxa Selic acumulada do ano
- (3) Deflacionado pela taxa de variação do IGP-M

Considerando que a inflação tem uma queda brusca nos primeiros anos e depois se conserva num patamar de 06 a 05 % ao ano, e que a taxa de juros ao longo do período tem um declínio consistente no decorrer do tempo, temos que as EFPP teriam muitas dificuldades em obter rentabilidade que pudesse corresponder à sua meta atuarial.

Observa-se que as EFPP devem alocar seus investimentos de forma que garantem essa rentabilidade mínima conseguida com a renda fixa e ao mesmo tempo diversifiquem seus recursos financeiros em outros tipos de investimentos, principalmente aqueles chamados de alternativos e os fundos atuariais, como prevenção, para que consigam obter o retorno que almejam para que seu plano não entre em déficit.

Como os cálculos atuariais, dos fundos de pensão fazem projeções levando em conta o fator tempo, e as probabilidades de vida e morte de seus participantes, o que resulta em projeções de longo prazo, em média 50 anos, e as projeções realizadas se dão num espaço de apenas 06 anos, chega-se à conclusão de que os fundos de pensão têm um prazo de cerca de 06 anos para começarem a realizar mudanças nas suas metas atuariais e no gerenciamento de seus ativos financeiros.

Existem várias especulações no mercado financeiro sobre como poderá ser constituída uma carteira para essas instituições, de acordo com a Revista Investidor Institucional (1999), a carteira deveria conter 20% do patrimônio em renda variável, podendo

chegar a 30% ou mais em alguns casos, migração dos recursos aplicados em fundos de investimentos conservadores, que perseguem 102% a 105% do CDI, para FIFs moderados, que buscam 120% do CDI, uma parte dos recursos em investimentos alternativos tipo, Project Finance (Investimentos em Infra-Estrutura) através de Sociedades de Propósito Específico ou de Private Equity (empresas de capital fechado), além das aplicações mais conservadoras que continuarão existindo.

Alguns fundos de pensão para se adiantar as oscilações de mercado que podem comprometer seus compromissos futuros, fazem projeções futuras, baseadas em cenários macroeconômicos, um exemplo, como divulgado pelo jornal Gazeta Mercantil em 31 de agosto de 2000, é o da PREVI, o maior fundo de pensão do país, que montou quatro cenários para o ano de 2000, sendo que o aprovado projeta inflação, pelo IGP-DI, de 7% no ano, taxa de juros de 15,5% em dezembro e média anual de 17,5% e crescimento anual de 3% do PIB. Considera uma situação econômica positiva, mas com possíveis crises externas por consequência de oscilações da economia dos Estados Unidos, alta do petróleo e dificuldades na Argentina.

Observa-se que os fundos de pensão brasileiros já começam a ter essa preocupação, de projeções futuras, para que possam alocar seus recursos financeiros de forma que possam cumprir suas metas atuariais e não gerar déficit em suas contas.

Com isso o presente trabalho tentou mostrar o quanto às oscilações do mercado podem influenciar no retorno financeiro que os fundos de pensão devem conseguir para conseguir manter o equilíbrio do plano de previdência, ao qual esta subordinado, e de que formas o mesmo pode conseguir alcançar essa rentabilidade almejada.

CAPÍTULO 6

6.1 CONCLUSÕES

O período abrangido por esse estudo caracterizou-se por alguns fatores importantes para a análise do desempenho da rentabilidade das inversões financeiras feitas pelas EFPP.

Primeiramente a liberalização de exigência, pela regulamentação governamental, de limites mínimos de investimentos, o que dificultava o objetivo de alcançar maior retorno financeiro pelas EFPP.

Segundo, a política monetária de elevação de taxas de juros que beneficiou os investimentos em renda fixa e os bons resultados das aplicações em bolsa de valores.

E por fim o surgimento de opções de investimentos, diferentes das existentes no mercado, que vem de encontro à necessidade dos investidores institucionais, ou seja, que obedeçam ao tripé, segurança/estabilidade/liquidez.

Nas projeções, feitas e analisadas posteriormente, tem-se quadros onde, com a manutenção da política de estabilização, tanto monetária como fiscal, o retorno financeiro esperado pelas EFPP pode sofrer muitas oscilações, principalmente no que diz respeito a renda fixa, e junto a isso se observa a necessidade de uma maior variedade de produtos financeiros onde essas entidades poderão alocar seus recursos.

Nota-se ainda que os investidores institucionais do Brasil, ainda não conseguiram se adaptar as novas formas de investimentos que estão sendo oferecidos pelo mercado, em decorrência principalmente, do pouco conhecimento desse novo nicho financeiro.

Depois de feitas as projeções e também as comparações de rentabilidades passadas, tem-se um cenário onde se percebe que as EFPP eram totalmente dependentes dos juros pagos pelo governo, para dar continuidade ao seu plano de previdência, porém constata-se a necessidade, nesse novo contexto econômico, de um melhor gerenciamento dos seus investimentos, principalmente no que diz respeito a busca de novos produtos que não seja os tradicionais.

Este trabalho também mostrou que os investimentos alternativos, como mostra a experiência nos países de primeiro mundo, são economicamente viáveis, e o que falta para uma maior aceitação por parte dos investidores é uma maior explanação sobre o funcionamento dos mesmos.

Fica claro com isso que a realização de investimentos alternativos, depende crucialmente da existência de instrumentos financeiros adequados e da disponibilidade de gestores qualificados deste tipo de ativo.

Deve-se deixar claro também que os instrumentos designados para investimentos alternativos de fundos de pensão no Brasil precisam levar em conta os riscos específicos do País.

O maior grau de instabilidade dos mercados emergentes, a ausência de um mercado líquido e eficiente de valores mobiliários e a menor disponibilidade de intermediários financeiros qualificados para gerir investimentos alternativos são fatores a serem considerados.

Os fundos atuariais surgiram em um momento que o mercado pedia a realização de um projeto semelhante, pois o mesmo dá a segurança que os investidores institucionais necessitam para a alocação dos seus recursos financeiros, porém fica condicionada a uma renda certa, ou seja, o rendimento é pré-fixada, baseado na variação do indexador.

De qualquer forma nota-se também uma grande dificuldade no lançamento desses produtos no mercado, em decorrência da falta de títulos atrelados a um indexador inflacionário.

Conclui-se com todas essas observações a necessidade do fortalecimento da economia brasileira e conseqüentemente das suas bolsas de valores e seu mercado de investimentos diretos, e no que diz respeito às metas atuariais, pode-se colocar que se os investidores institucionais não começarem a tomar consciência o novo contexto econômico que se forma e não procurarem o fortalecimento de seus investimentos através de produtos diferenciados, eles terão muitas dificuldades de levar seus planos de previdência para frente sem que ocorra déficits em suas contas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESSANDRE, Sammogini. Caldas quer mudanças na nova resolução. Investidor Institucional, São Paulo, nº 82, p.13-13, agosto/2000.

BAIMA, Francisco de Resende. Análise de Desempenho dos Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil: Florianópolis, 1998.100p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção e Sistemas) – Faculdade de Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina.

BRASIL, Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS), Novas Fronteiras de Investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Privada – Brasília: MPAS, Secretaria de Previdência Complementar, 2000. Trabalho elaborado pelo Prof. Flávio Marcilio Rabelo (FGV/SP) e equipe.

CÁLCULOS. Disponível na Internet. [http:// www.calculos.com](http://www.calculos.com) . 20/10/00

CONDE, Newton Cezar, Curso Atuária para não Atuários. Porto Alegre, Abrapp 2000

COSTA, Fernando Nogueira da. Economia Monetária e Financeira. São Paulo: Makron, 1999.

DORNBUSCH.Rudiger, Stanley Fischer; Macroeconomia. Tradução e revisão técnica Roberto Luis Troster – 2ª ed. São Paulo: Makron, Macgraw-Hill, 1991.

FERNANDES, Ivan Sant'ana, Curso Atuária para não Atuários. Porto Alegre, Abrapp 2000.

- FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 6º ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Quality Mark, 1995.
- GOLDMAN, Sachs & Co./ Frank Russel Company (1999). Report on Alternative Investing by Tax-Exempt Organizations, November.
- NOGUEIRA, Rio. A opções da previdência privada sob o ângulo da empresa usuária; aspectos regulamentares e operacionais. Goiânia, Ed. da Universidade Federal de Goiás, 1981.
- PEREIRA, Francisco, Miranda, Rogério B e Silva, Marly M. Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna. Brasília: IPEA, 1997.
- SANDRONI, Paulo (Org). Novo Dicionário de Economia. 3ª edição. São Paulo: Best Seller, 1994.
- SCHWARZ, Anita M. Planos de Pensão: Trade-off entre Redistribuição e Poupança. Washington: Finanças&Desenvolvimento, Junho de 1995.
- SOLIMEO, Marcel. Plano Real – Para ou Continua? São Paulo: Makron, 1997.
- TEIXEIRA, Mauro. Fundos Atuariais. Gazeta Mercantil. São Paulo. 28/07/2000. Caderno de Finanças & Mercados. Pag B-1.
- VEDANA, Edi Luiz Zulian. Análise Multivariada e Fronteira Eficiente para Diagnóstico do Desempenho de Fundos de Pensão. Florianópolis, 1999. 105p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção e Sistemas) – Faculdade de Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina.

ANEXO I

**Evolução da Carteira Consolidada de
Jul/94 a Jul/00
das Entidades Fechadas de
Previdência Privada**

Evolução da carteira consolidada de jan/96 a dez/96

Nº	DESCRIMINAÇÃO	Jan/96	Fev/96	Mar/96	Abr/96	Mai/96	Jun/96	Jul/96	Ago/96	Set/96	Out/96	Nov/96	Dez/96
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
1	ACOES	30,100	28,900	28,500	29,200	31,200	31,200	30,500	30,500	30,700	30,700	30,600	30,900
2	IMOVEIS	14,400	14,400	14,400	14,400	13,900	13,700	13,700	13,600	13,500	13,300	13,400	12,900
3	DEPOSITO A PRAZO	13,700	14,800	14,400	14,500	13,100	12,800	12,900	12,700	12,100	11,600	10,900	9,600
4	FUNDOS DE INVESTIMENTOS	12,700	12,900	13,200	13,200	14,700	14,800	15,400	15,5	15,800	16,200	17,000	19,400
5	SUB-TOTAL	70,900	72,000	71,500	71,300	72,900	72,500	72,500	72,300	72,100	71,800	71,900	72,800
6	OUTROS	29,100	28,000	28,500	28,700	27,100	27,200	27,500	27,700	27,900	28,200	28,100	27,200
8	TOTAL %	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
9	TOTAL EM MILHÕES DE DOLARES	62,151	61,151	61,983	62,424	64,412	65,614	65,200	66,621	66,858	67,549	68,178	68,982

Evolução da carteira consolidada de jan/97 a dez/97

Nº	DESCRIMINAÇÃO	Jan/97	Fev/97	Mar/97	Abr/97	Mai/97	Jun/97	Jul/97	Ago/97	Set/97	Out/97	Nov/97	Dez/97
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
1	ACOES	31,600	32,100	31,800	32,500	32,400	32,900	33,300	32,600	32,900	28,900	28,700	28,500
2	IMOVEIS	12,500	12,100	12,000	11,400	11,000	10,500	10,400	10,400	10,300	10,800	10,700	10,400
3	DEPOSITO A PRAZO	7,500	7,000	7,000	6,300	6,400	6,500	6,500	6,600	6,500	7,100	7,600	7,600
4	FUNDOS DE INVESTIMENTOS	23,800	24,700	25,100	26,300	26,600	27,400	27,300	27,5	27,600	29,500	29,400	30,000
5	SUB-TOTAL	75,400	75,900	75,900	76,500	76,400	77,300	77,500	77,100	77,300	76,300	76,400	76,500
6	OUTROS	24,600	24,100	24,100	23,500	23,600	22,700	22,500	22,900	22,700	23,700	23,600	23,500
8	TOTAL %	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
9	TOTAL EM MILHÕES DE DOLARES	71,328	74,206	74,859	75,278	77,163	80,415	81,989	78,863	81,097	75,870	75,850	77,832

Evolução da carteira consolidada de jan/98 a dez/98

Nº	DESCRIMINAÇÃO	Jan/98	Fev/98	Mar/98	Abr/98	Mai/98	Jun/98	Jul/98	Ago/98	Set/98	Out/98	Nov/98	Dez/98
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
1	ACOES	27,100	27,100	28,100	27,900	26,100	24,600	25,400	20,400	19,700	19,800	21,300	19,200
2	IMOVEIS	10,600	10,400	10,100	10,000	10,300	10,400	10,200	10,900	11,000	10,800	10,600	10,700
3	DEPOSITO A PRAZO	8,100	8,600	8,400	8,600	9,300	9,350	9,500	9,800	9,600	9,800	9,500	9,700
4	FUNDOS DE INVESTIMENTOS	30,300	30,300	30,400	30,600	30,800	31,100	31,400	32,9	33,200	33,000	32,800	33,000
5	SUB-TOTAL	76,100	76,400	77,000	77,100	76,500	75,450	76,500	74,000	73,500	73,400	74,200	72,600
6	OUTROS	23,900	23,600	23,000	22,900	23,500	24,550	23,500	26,000	26,500	26,600	25,800	27,400
8	TOTAL %	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
9	TOTAL EM MILHÕES DE DOLARES	76,717	78,148	81,114	81,424	78,432	77,178	78,908	72,324	72,239	72,863	90,220	90,757

Evolução da carteira consolidada de jan/99 a dez/99

Nº	DESCRIMINACAO	Jan/99	Fev/99	Mar/99	Abr/99	Mai/99	Jun/99	Jul/99	Ago/99	Set/99	Out/99	Nov/99	Dez/99
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
1	ACOES	21,000	21,500	23,200	23,000	22,800	22,900	22,500	22,400	23,200	23,900	25,000	26,300
2	IMOVEIS	11,100	11,000	10,600	10,500	10,400	10,200	10,100	10,000	9,700	9,500	9,200	8,600
3	DEPOSITO A PRAZO	9,700	9,700	8,900	8,900	7,600	6,900	6,700	6,800	6,000	5,600	5,200	4,600
4	FUNDOS DE INVESTIMENTOS	36,400	37,000	37,200	38,000	39,200	40,500	41,400	42,1	42,800	43,100	43,300	43,800
5	SUB-TOTAL	78,200	79,200	79,900	80,400	80,000	80,500	80,700	81,300	81,700	82,100	82,700	83,300
6	OUTROS	21,800	20,800	20,100	19,600	20,000	19,500	19,300	18,700	18,300	17,900	17,300	16,700
8	TOTAL %	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
9	TOTAL EM MILHÕES DE DOLARES	86,306	88,315	93,004	94,800	95,032	97,742	97,853	99,750	102,160	104,163	108,012	115,124

Evolução da carteira consolidada de jan/00 a jul/00

Nº	DESCRIMINACAO	Jan/00	Fev/00	Mar/00	Abr/00	Mai/00	Jun/00	Jul/00
		%	%	%	%	%	%	%
1	ACOES	25,900	25,900	25,800	24,900	24,300	24,700	24,200
2	IMOVEIS	8,700	8,600	8,500	8,600	8,600	8,300	8,200
3	DEPOSITO A PRAZO	4,200	3,800	3,800	3,800	3,800	3,500	3,400
4	FUNDOS DE INVESTIMENTOS	44,100	45,000	45,500	46,000	46,500	46,900	47,600
5	SUB-TOTAL	82,900	83,300	83,600	83,300	83,200	83,400	83,400
6	OUTROS	17,100	16,700	16,400	16,700	16,800	16,600	16,600
8	TOTAL %	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
9	TOTAL EM MILHÕES DE DOLARES	116,202	118,394	119,882	118,189	119,274	124,048	125,018

Fonte: ABRAPP

ANEXO II

Resolução do Banco Central
Bacen nº 2.720

RESOLUCAO N. 002720

Aprova regulamento alterando e consolidando as normas que disciplinam a aplicacao dos recursos das entidades fechadas de previdencia privada.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9. da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna publico que o CONSELHO MONETARIO NACIONAL, em sessao realizada em 24 de abril de 2000, tendo em vista o disposto no art. 40, Paragrafo 1., da Lei n. 6.435, de 15 de julho de 1977, que atribui aquele Colegiado competencia para estabelecer as diretrizes a serem cumpridas pelas entidades fechadas de previdencia privada na aplicacao de seus recursos,

R E S O L V E U:

Art. 1. Aprovar o Regulamento anexo, que altera e consolida as diretrizes pertinentes a aplicacao dos recursos garantidores das reservas tecnicas, bem como daqueles de qualquer origem ou natureza, correspondentes as demais reservas, fundos e provisoes, das entidades fechadas de previdencia privada.

Art. 2. As entidades fechadas de previdencia privada terao prazo, ate 30 de abril de 2001, para se adequarem as condicoes e aos limites estabelecidos no anexo Regulamento.

Paragrafo 1. O disposto no caput deste artigo nao se aplica:

I - a identicos limites ja estabelecidos na regulamentacao em vigor quando da publicacao desta Resolucao;

II - a entidade, durante seu primeiro ano de funcionamento.

Paragrafo 2. As entidades fechadas de previdencia privada, para fins da verificacao da observancia das condicoes e dos limites estabelecidos no anexo Regulamento, devem enviar relatorios a Secretaria de Previdencia Complementar do Ministerio da Previdencia e Assistencia Social, na periodicidade e na forma a serem estabelecidas por aquela Secretaria.

Paragrafo 3. As entidades fechadas de previdencia privada que possuirem, na data da entrada em vigor desta Resolucao, aplicacoes em ativos ou modalidades nao permitidos nos termos do anexo Regulamento somente poderao mante-las em carteira ate o correspondente vencimento, ficando impedidas de realizar quaisquer operacoes que envolvam sua prorrogacao.

Paragrafo 4. Fica a Secretaria de Previdencia Complementar do Ministerio da Previdencia e Assistencia Social autorizada a decidir sobre pleitos relativos a planos de enquadramento, desde que referendados pela diretoria executiva da entidade fechada de previdencia privada e por seu conselho deliberativo, se houver, contendo as medidas previstas para o enquadramento e o respectivo cronograma de execucao.

Art. 3. Alem da observancia das disposicoes desta Resolucao e do anexo Regulamento, incumbe aos administradores das entidades fechadas de previdencia privada:

I - determinar a aplicacao dos recursos referidos no art. 1. levando em consideracao as especificidades da entidade, tais como as modalidades de seus planos de beneficios e as caracteristicas de suas obrigacoes, com vistas a manutencao do necessario equilibrio economico-financeiro entre os ativos financeiros e as modalidades operacionais previstos no anexo Regulamento e seu passivo atuarial e demais obrigacoes;

II - zelar pela promoo de elevados padroes eticos na conducao das operacoes relativas as aplicacoes dos recursos referidos no art. 1..

Art. 4. A nao-observancia das disposicoes desta Resolucao e do anexo Regulamento sujeitara as entidades fechadas de previdencia privada e seus administradores as sancoes previstas na legislacao e regulamentacao em vigor.

Art. 5. A Secretaria de Previdencia Complementar do Ministerio da Previdencia e Assistencia Social, o Banco Central do Brasil e a Comissao de Valores Mobiliarios, nas respectivas areas de competencia, poderao adotar as medidas e baixar as normas que se fizerem necessarias a execucao do disposto nesta Resolucao.

Art. 6. Esta Resolucao entra em vigor na data de sua publicacao.

Art. 7. Ficam revogadas:

I - as Resolucoes nos 2.324, de 30 de outubro de 1996, 2.467, de 19 de fevereiro de 1998, e 2.716, de 12 de abril de 2000;

II - as Resolucoes n.s 2.405, de 25 de junho de 1997, e 2.518, de 29 de junho de 1998, tao-somente no que se refere as entidades fechadas de previdencia privada;

Art. 8. Ficam convalidadas, exceto no que conflitar com as disposicoes desta Resolucao e do anexo Regulamento, as Decisoes-Conjuntas da Comissao de Valores Mobiliarios e da Secretaria de Previdencia Complementar do Ministerio da Previdencia e Assistencia Social, editadas com base nas Resolucoes n.s 2.324, de 1996, e 2.467, de 1998, ora revogadas, para as quais a base regulamentar passa a ser esta Resolucao.

Brasilia, 24 de abril de 2000

Arminio Fraga Neto
Presidente

Regulamento anexo a Resolucao n. 2.720, de 24 de abril de 2000, que Disciplina a Aplicacao dos Recursos das Entidades Fechadas de Previdencia Privada.

CAPITULO I

Da Alocacao dos Recursos

Art. 1. Os recursos garantidores das reservas tecnicas das entidades fechadas de previdencia privada, constituídas de acordo com os criterios fixados pelo Conselho de Gestao da Previdencia Complementar, bem como aqueles de qualquer origem ou natureza, correspondentes as demais reservas, fundos e provisoes, devem ser aplicados conforme as diretrizes deste Regulamento, tendo presentes as condicoes de seguranga, rentabilidade, solvencia e liquidez.

Art. 2. Observadas as limitacoes estabelecidas relativamente aos correspondentes requisitos de composicao e de diversificacao, os recursos referidos no art. 1. devem ser alocados em quaisquer dos seguintes segmentos de aplicacao:

I - segmento de renda fixa;

II - segmento de acoes em mercado;

III - segmento especial;

IV - segmento de imoveis;

V - segmento de emprestimos e financiamentos;

VI - segmento de controle de exposicao de risco.

Paragrafo 1. Os recursos alocados nos segmentos enumerados nos incisos I, II, IV e V, em razao de caracteristicas especificas dos investimentos correspondentes, distribuem-se por carteiras, nos termos das disposicoes constantes do Capitulo II.

Paragrafo 2. Os segmentos enumerados nos incisos III e VI e as carteiras referidas no Paragrafo 1. devem ser geridos de forma independente, como se cada um deles constituísse um fundo de investimento distinto, com valor de quota calculado diariamente para fins de movimentação de recursos entre os mesmos e de avaliação do desempenho respectivo.

Paragrafo 3. No calculo do valor de quota referido no Paragrafo 2., os ativos devem ser computados a valor de mercado ou pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos, em consonancia com as normas baixadas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliarios.

CAPITULO II

Dos Segmentos de Aplicação

Secao I

Do Segmento de Renda Fixa

Art. 3. No segmento de renda fixa, os investimentos da especie, segundo os correspondentes risco de credito e natureza, devem ser classificados nas seguintes carteiras:

I - carteira de renda fixa com baixo risco de credito;

II - carteira de renda fixa com medio e alto risco de credito;

III - carteira de renda fixa com derivativos de renda fixa.

Paragrafo 1. Para fins da classificacao dos investimentos de renda fixa nas diversas carteiras de que trata este artigo:

I - incluem-se na categoria de baixo risco de credito:

a) os titulos de emissao do Tesouro Nacional, os titulos de emissao do Banco Central do Brasil, os creditos securitizados pelo Tesouro Nacional e os titulos publicos de emissao de estados e municipios que tenham sido objeto de refinanciamento pelo Tesouro Nacional;

b) os certificados e os recibos de deposito bancario e os demais titulos e valores mobiliarios de renda fixa de emissao ou cobrança de instituicao financeira ou outra instituicao autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil que atenda aos criterios de classificacao na categoria de baixo risco de credito estabelecidos pela entidade fechada de previdencia privada, observado o disposto no Paragrafo 2.;

c) os depositos de poupanca em instituicao financeira enquadravel na condicao referida na alinea "b";

d) as debentures e os demais valores mobiliarios de renda fixa de emissao de companhia aberta ou sociedade de objeto exclusivo classificadas na categoria de baixo risco de credito por, no minimo, duas agencias classificadoras de risco em funcionamento no Pais;

e) os certificados representativos de ouro fisico no padrao negociado em bolsa de mercadorias e de futuros;

f) as quotas de fundos de investimento no exterior, de que trata a Resolucao n. 2.111, de 22 de setembro de 1994, e regulamentacao complementar;

g) as operacoes com derivativos cursadas em bolsa de mercadorias e de futuros, desde que com garantia, ou cursadas em mercado de balcao ou em bolsa de mercadorias e de futuros na modalidade "sem garantia", desde que tenham como contraparte instituicao financeira ou outra instituicao autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil enquadravel na condicao referida na alinea "b";

II - incluem-se na categoria de medio e alto risco de credito:

a) os titulos publicos de emissao de estados e municipios que nao aqueles referidos no inciso I, alinea "a";

b) os certificados e os recibos de deposito bancario e os demais titulos e valores mobiliarios de renda fixa de emissao ou coobrigacao de instituicao financeira ou outra instituicao autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil nao enquadravel na condicao referida no inciso I, alinea "b";

c) os depositos de poupanca efetuados em instituicao financeira nao enquadravel na condicao referida no inciso I, alinea "b";

d) as debentures e os demais valores mobiliarios de renda fixa de emissao de companhia aberta ou sociedade de objeto exclusivo nao enquadraveis na condicao referida no inciso I, alinea "d";

e) as operacoes com derivativos cursadas em bolsa de valores ou em bolsa de mercadorias e de futuros, desde que com garantia, ou cursadas em mercado de balcao ou em bolsa de mercadorias e de futuros na modalidade "sem garantia", desde que tenham como contraparte instituicao financeira ou outra instituicao autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil nao enquadravel na condicao referida no inciso I, alinea "b";

III - incluem-se na carteira de renda fixa com derivativos, com o objetivo de obter alavancagem, a conjugacao de:

a) titulos e/ou valores mobiliarios de renda fixa de quaisquer emissores; e

b) operacoes com derivativos de renda fixa cursadas em bolsa de mercadorias e de futuros, desde que com garantia, ou cursadas em mercado de balcao ou em bolsa de mercadorias e de futuros na modalidade "sem garantia", desde que tenham como contraparte instituicao financeira ou outra instituicao autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, independentemente da correspondente categoria em termos de risco de credito;

IV - as applicacoes em operacoes compromissadas devem ser classificadas nas carteiras referidas neste artigo conforme o lastro correspondente satisfizer as condicoes estabelecidas no Paragrafo 1., inciso I ou inciso II;

V - consideram-se como operacoes com derivativos de renda fixa aquelas que, ainda que envolvendo derivativos de renda variavel, resultem em rendimentos predeterminados.

Paragrafo 2. O estabelecimento, pela entidade fechada de previdencia privada, dos criterios de classificacao na categoria de baixo risco de credito, nos termos do Paragrafo 1., inciso I, alinea "b", devera levar em conta, alem dos demais indicadores usualmente utilizados em processos de analise e de classificacao e de outros que, em razao da conjuntura verificada, se facam eventualmente relevantes, aqueles relativos a liquidez imediata da instituicao, a evolucao de seu ativo operacional, a participacao dos creditos em liquidacao no total de suas operacoes de credito, a evolucao de seu patrimonio liquido, a rentabilidade desse ultimo e ao spread por ela praticado, assim compreendido o diferencial entre a taxa media de retorno das applicacoes e o custo medio das captacoes correspondentes.

Paragrafo 3. As possibilidades da conjugacao referida no Paragrafo 1., inciso III, alinea "b", limitam-se ao nivel de alavancagem af, situado no intervalo $0,95 \leq af \leq 1,15$, obtido de acordo com formula a ser estabelecida pela Secretaria de Previdencia Complementar do Ministerio da Previdencia e Assistencia Social.

Paragrafo 4. Os recursos referidos no art. 1. aplicados nas diversas carteiras que compoem o segmento de renda fixa subordinam-se aos seguintes limites:

I - ate 100% (cem por cento) nos investimentos de que trata o Paragrafo 1., inciso I;

II - ate 20% (vinte por cento) nos investimentos de que trata o Paragrafo 1., inciso II;

III - ate 5% (cinco por cento) nos investimentos de que trata o Paragrafo 1., inciso III.

Paragrafo 5. Os recursos referidos no art. 1. aplicados no

segmento de renda fixa subordinam-se aos seguintes requisitos de diversificação, exceto no caso dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, dos títulos de emissão do Banco Central do Brasil e dos créditos securitizados pelo Tesouro Nacional:

I - o total de títulos e valores mobiliários de emissão e/ou coobrigação de uma mesma instituição financeira ou instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, de seu controlador, de sociedades por ela direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas sob controle comum não pode exceder 20% (vinte por cento);

II - o total de títulos e valores mobiliários de emissão de um mesmo estado ou município, de uma mesma pessoa jurídica não-financeira, de seu controlador, de sociedades por esses direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas sob controle comum não pode exceder 10% (dez por cento).

Parágrafo 6. Para fins de verificação do enquadramento da entidade fechada de previdência privada no limite estabelecido no Parágrafo 4., inciso III, devem ser considerados:

I - o valor nominal dos contratos, no caso de operações de swap, com contratos a termo e com contratos futuros;

II - o valor do prêmio pago acrescido do correspondente preço de exercício, no caso de operações com opções.

Parágrafo 7. No caso da conversão, em ações, de debêntures ou bonus de subscrição, as ações produto da conversão devem ser resgatadas do segmento de que trata este artigo e transferidas para aquele referido no art. 2., inciso II.

Parágrafo 8. No caso de execução de garantia de títulos ou valores mobiliários com lastro imobiliário, os imóveis objeto da execução devem ser resgatados do segmento de que trata este artigo e transferidos para aquele referido no art. 2., inciso IV.

Seção II

Do Segmento de Ações em Mercado

Art. 4. No segmento de ações em mercado, os investimentos da espécie, segundo os correspondentes níveis de aderência aos principais índices do mercado de ações e de liquidez ou a correspondente natureza, devem ser classificados nas seguintes carteiras:

Continua...



[Volta à homepage](#)



[BC Atende](#)



[Volta à Pesquisa](#)

ANEXO III

Indicadores e Indexadores Financeiros

Indicadores e Indexadores Financeiros

MES	GP-M	Acumulado	SELIC	Acumulado	CDI	Acumulado	CDB	Acumulado
Jul/94	40,00	40,00	6,88	6,88	6,68	6,68	6,90	6,90
Ago/94	7,56	50,58	4,17	11,34	4,16	11,12	3,61	10,76
Set/94	1,75	53,22	3,81	15,58	3,85	15,40	3,73	14,89
Out/94	1,82	56,01	3,61	19,75	3,65	19,61	3,67	19,11
Nov/94	2,85	60,45	4,06	24,61	4,11	24,52	4,18	24,09
Dez/94	0,84	61,80	3,78	29,32	3,84	29,31	4,12	29,20
Jan/95	0,92	63,29	3,36	33,67	3,48	33,81	3,31	33,47
Fev/95	1,39	65,56	3,25	38,01	3,24	38,14	3,11	37,63
Mar/95	1,12	67,41	4,25	43,88	4,41	44,23	3,33	42,21
Abr/95	2,10	70,93	4,25	49,99	4,22	50,32	4,48	48,58
Mai/95	0,58	71,92	4,24	56,35	4,27	56,74	4,34	55,03
Jun/95	2,46	76,15	4,04	62,67	4,06	63,10	3,95	61,15
Jul/95	1,82	79,36	4,02	69,21	4,01	69,64	4,01	67,61
Ago/95	2,20	83,30	3,83	75,69	3,81	76,11	3,85	74,07
Set/95	-0,71	82,00	3,31	81,51	3,25	81,83	3,17	79,58
Out/95	0,52	82,95	3,08	87,10	3,06	87,39	2,99	84,95
Nov/95	1,20	85,14	2,87	92,47	2,84	92,71	2,78	90,10
Dez/95	0,71	86,46	2,77	97,80	2,73	97,98	2,69	95,21
Jan/96	1,73	89,68	2,57	102,88	2,56	103,04	2,59	100,27
Fev/96	0,97	91,52	2,34	107,63	2,31	107,73	2,30	104,87
Mar/96	0,40	92,29	2,22	112,24	2,20	112,30	2,29	109,56
Abr/96	0,32	92,90	2,06	116,61	2,03	116,61	2,02	113,80
Mai/96	1,55	95,89	2,01	120,96	2,00	120,95	1,98	118,03
Jun/96	1,02	97,89	1,97	125,32	1,94	125,23	1,89	122,15
Jul/96	1,35	100,56	1,92	129,64	1,91	129,53	1,91	126,39
Ago/96	0,28	101,13	1,97	134,17	1,95	134,01	1,92	130,74
Set/96	0,10	101,33	1,90	138,61	1,88	138,41	1,88	135,08
Out/96	0,19	101,71	1,85	143,03	1,86	142,84	1,84	139,40
Nov/96	0,20	102,11	1,80	147,40	1,79	147,19	1,81	143,74
Dez/96	0,73	103,59	1,80	151,86	1,79	151,62	1,79	148,10
Jan/97	1,77	107,19	1,73	156,21	1,74	155,99	1,75	152,44
Fev/97	0,43	108,08	1,67	160,49	1,66	160,24	1,68	156,68
Mar/97	1,15	110,48	1,64	164,76	1,63	164,49	1,62	160,84
Abr/97	0,68	111,91	1,66	169,16	1,66	168,88	1,60	165,01
Mai/97	0,21	112,35	1,58	173,41	1,58	173,12	1,62	169,31
Jun/97	0,74	113,92	1,60	177,79	1,59	177,47	1,61	173,64
Jul/97	0,09	114,12	1,60	182,23	1,61	181,93	1,62	178,08
Ago/97	0,09	114,31	1,58	186,69	1,58	186,39	1,61	182,55
Set/97	0,48	115,34	1,58	191,22	1,58	190,91	1,63	187,16
Out/97	0,37	116,13	1,66	196,05	1,68	195,80	1,62	191,81
Nov/97	0,64	117,52	3,03	205,03	2,98	204,62	2,84	200,10
Dez/97	0,84	119,34	2,96	214,05	2,92	213,51	2,95	208,95
Jan/98	0,96	121,45	2,68	222,47	2,67	221,88	2,66	217,17
Fev/98	0,18	121,85	2,13	229,34	2,11	228,67	2,17	224,05
Mar/98	0,19	122,27	2,20	236,58	2,18	235,84	2,35	231,67
Abr/98	0,13	122,56	1,71	242,34	1,69	241,51	1,70	237,30
Mai/98	0,14	122,87	1,63	247,92	1,63	247,08	1,68	242,97
Jun/98	0,38	123,72	1,60	253,49	1,60	252,63	1,78	249,08
Jul/98	-0,17	123,34	1,70	259,50	1,69	258,59	1,73	255,12

MES	IGP-M	Acumulado	SELIC	Acumulado	GDI	Acumulado	CDB	Acumulado
Ago/98	-0,16	122,98	1,48	264,82	1,47	263,86	1,49	260,41
Set/98	-0,08	122,80	2,49	273,90	2,49	272,92	1,62	266,25
Out/98	0,08	122,98	2,94	284,89	2,93	283,85	2,72	276,21
Nov/98	-0,32	122,27	2,63	295,02	2,58	293,75	2,49	285,57
Dez/98	0,45	123,27	2,40	304,50	2,38	303,13	2,36	294,67
Jan/99	0,84	125,14	2,18	313,31	2,17	311,87	2,08	302,88
Fev/99	3,61	133,27	2,38	323,15	2,24	321,08	3,03	315,09
Mar/99	2,83	139,87	3,33	337,24	3,29	334,93	3,37	329,08
Abr/99	0,71	141,57	2,35	347,52	2,28	344,85	2,33	339,08
Mai/99	-0,29	140,87	2,02	356,56	1,96	353,57	2,17	348,60
Jun/99	0,36	141,74	1,67	364,18	1,63	360,96	1,68	356,14
Jul/99	1,55	145,49	1,66	371,89	1,62	368,43	1,64	363,62
Ago/99	1,56	149,32	1,57	379,30	1,55	375,69	1,62	371,13
Set/99	1,45	152,93	1,49	386,44	1,47	382,68	1,50	378,20
Out/99	1,70	157,23	1,38	393,15	1,37	389,30	1,41	384,94
Nov/99	2,39	163,38	1,39	400,01	1,37	396,00	1,34	391,44
Dez/99	1,81	168,15	1,60	408,01	1,58	403,84	1,57	399,16
Jan/00	1,24	171,47	1,46	415,42	1,44	411,09	1,49	406,59
Fev/00	0,35	172,42	1,45	422,90	1,44	418,45	1,46	413,99
Mar/00	0,15	172,83	1,45	430,48	1,44	425,92	1,48	421,60
Abr/00	0,23	173,46	1,30	437,37	1,28	432,65	1,29	428,33
Mai/00	0,31	174,31	1,49	445,38	1,49	440,58	1,53	436,41
Jun/00	0,85	176,64	1,39	452,96	1,39	448,10	1,45	444,19
Jul/00	1,57	180,98	1,31	460,21	1,30	455,22	1,36	451,59