

**Área temática: Finanças**

**CRISES FINANCEIRAS:** uma análise temporal do comportamento gerencial do patrimônio dos fundos de pensão brasileiros aplicado em renda variável

**AUTORES**

**PAULO CESAR CHAGAS**

Universidade Católica de Brasília

pchagas@ucb.br

**DR ALBERTO SHIGUERU MATSUMOTO**

Universidade Católica de Brasília - UCB

011052@terra.com.br

**SEBASTIÃO EUSTÁQUIO PEREIRA**

Universidade Católica de Brasília

eustaquio@ucb.br

**ÉRICA RIBEIRO TEIXEIRA**

Universidade Católica de Brasília

pchagas@ucb.br

**RESUMO**

A previdência complementar privada tem a função de substituir o sistema oficial de previdência no Brasil que vem apresentando nos últimos anos sucessivos *déficits*. Chagas (2006) alerta para o fato de que a relação entre participante de um plano de benefício e o gestor é representado por dois fluxos de caixa. O primeiro representando os aportes dos participantes, e o segundo, a complementação de sua aposentadoria, o que representa um ciclo operacional de 52 anos. O presente estudo teve o objetivo de verificar o comportamento da gerência dos fundos de pensão brasileiros em ambiente de crises financeiras. Para tanto foi examinado o comportamento temporal dos portfólios desses fundos no período de 1997 a 2008. Neste estudo examinou o comportamento da gerência desses fundos nas seguintes crises financeiras: Crise Asiática 1997/1998; Crise Russa em 1998; Crise Brasileira em 1999/2002; Crise Argentina em 2001; Crise do *Subprime* 2007/2008. Para realização do estudo foi utilizado o universo das entidades fechadas de previdência complementar brasileiras num total de 371 entidades. Como resultado da análise foi possível perceber que os fundos de pensão brasileiros, em momentos de crise, terceirizam a gestão dos recursos de sua gerência para gerência externas que os aportam em renda variável.

Palavras-chave

Risco. Gestão de Ativos. Previdência Complementar

**ABSTRACT**

Social Service complementary closet has the function of replacing Social Service's official system in Brazil who comes presenting in the last successive years deficit.

Wounds (2006) alert for the fact that the relation between participant of a benefit plan and the manager is represented by two cash flows. The first representing of the participants, and the second, the complementation of its retirement. What represents an operational cycle of 52 years. The present study had the goal of verifying the bottoms management behavior of pension in environment of financial crises. For so much was examined the temporal behavior of portfolios of these deep in the period from 1997 to 2008. In this study examined the bottoms management behavior of pension in environment of financial crises: Russian crisis in 1998, Brazilian Crisis in 1999/2002, Argentine Crisis in 2001 and Subprime's Crisis in 2007/2008. For study accomplishment was used the entities universe closed of Social Service complementary in a total of 371 entities. As a result of the analysis was possible that the pension bottoms at crisis moments transfers recursosn of its management for third party management and that these resources are applied in variable income.

Words-key

Risk; Active administration; Social Service Complementary

## 1 INTRODUÇÃO

O segmento fechado de previdência complementar brasileiro tem se destacado por um crescimento acelerado no cenário brasileiro e a relação de participação dos seus ativos de pensão em relação ao Produto Interno Bruto-PIB, vem se mantendo crescente nos últimos anos, chegando a mais de 15% conforme estatísticas oficiais do Ministério da Previdência Social.

Segundo Pereira, Miranda e Silva (1997), os fundos de pensão desempenham um importante papel como geradores de poupança interna, pois à medida que obtém as contribuições dos trabalhadores viabilizam investimentos que dão sustentabilidade a economia.

A literatura especializada tem afirmado que os fundos têm decidido diretamente alocarem seus recursos em segmentos que oferecem rentabilidades maiores que os títulos de Renda Fixa. Mesmo oferecendo riscos ligeiramente maiores, os investimentos em renda variável têm sido uma boa opção principalmente por serem, os fundos de pensão, investidores de longo prazo. Assim, este estudo busca responder a seguinte pergunta: Qual mudança que as crises financeiras dos últimos doze anos provocaram na gestão do patrimônio, aplicado em renda variável, dos fundos de pensão brasileiros?

Como metodologia de estudo foi considerado o universo dos fundos de pensão brasileiros, que totalizam 371 entidades. Destas foram segregados os cinco maiores e os cinco menores, cujo patrimônio somando totalizam 60% do patrimônio de todo o segmento. A pesquisa está fundamentada na consulta bibliografia especializada, por meio da literatura científica e à documentação e relatórios estatísticos, com dados consolidados dos fundos de pensão referente ao período 1997-2008, colhidos junto à Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) e à Secretaria de Previdência Complementar (SPC), para análise da situação patrimonial dos investimentos do sistema de previdência fechada. Assim, esse artigo visa analisar o comportamento da estrutura patrimonial de renda variável dos fundos de pensão brasileiros classificados como públicos e privados, no período das crises financeiras ocorridas entre os anos de 1997 e 2008.

Os resultados mostram que mesmo existindo uma redução do aporte financeiro no portfólio de renda variável, em função das variações negativas do Ibovespa nos períodos de crises financeiras, as carteiras compostas por fundos de investimentos em renda variável crescentes.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 O cenário da Previdência Complementar brasileira

Segundo a Brasil (d)(2008) a previdência complementar é formada por 371 fundos de pensão, que juntos possuem uma população superior a 2,8 milhões de participantes.

Organizados sob forma de fundação ou sociedade civil, os fundos de pensão são acessíveis apenas aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e têm como objeto a administração e execução de planos de benefícios de natureza previdenciária. Os fundos de pensão podem também, ser criados a partir de um vínculo associativo, ou seja, sindicatos, conselhos de profissionais ou entidades associativas pode oferecer planos de previdência complementar a seus associados (BRASIL(a), 2001).

Segundo Chagas (2006, p. 53)

[...] o relacionamento entre o participante e o plano previdenciário, à luz da teoria financeira, é representado pela existência de dois fluxos financeiros: um sendo o custo do plano de benefícios, representando as obrigações do fundo de pensão para com os participantes, e um outro fluxo, evidenciando as contribuições futuras dos participantes para com o plano de benefícios. O segundo fluxo, as contribuições, está relacionado com o financiamento do custo do plano de benefícios, no qual será constituída uma reserva para ser utilizada pelo participante do plano de benefícios de aposentadoria e pensão quando do usufruto dos benefícios de aposentadoria e pensão.

A dinâmica do funcionamento financeiro de um fundo de pensão pode ser visualizada na figura 01 a seguir:

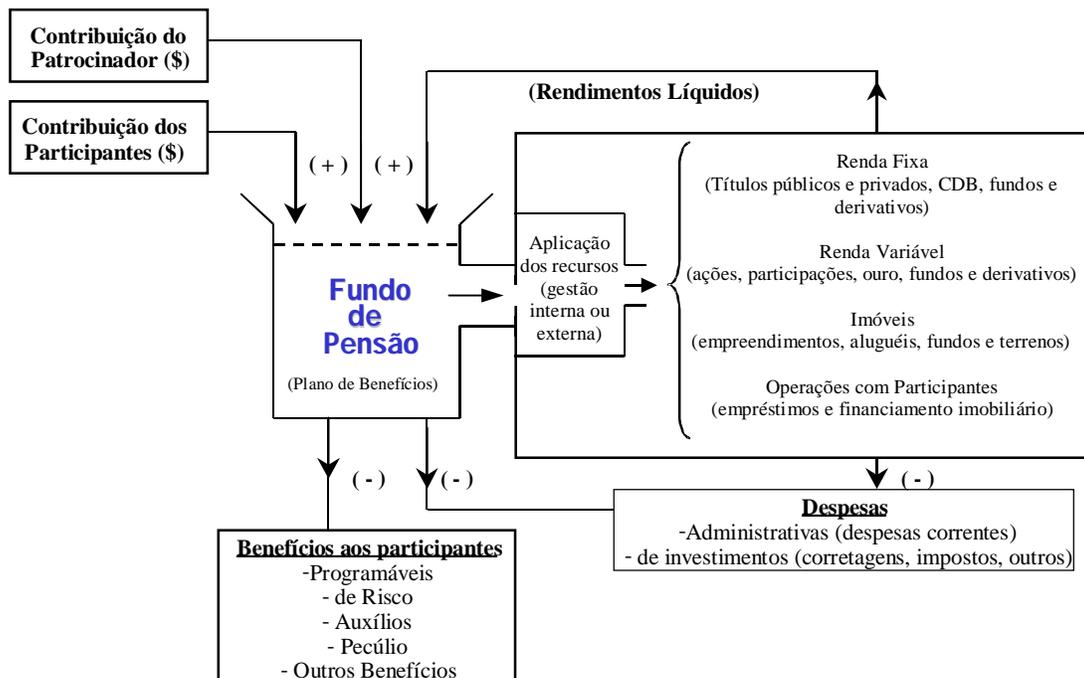


Figura 01: Esquema geral de funcionamento de um fundo de pensão  
Fonte: Pinheiro, (2007, p. 43)

## 2.2 A importância dos fundos de pensão para economia nacional

Uma das maiores preocupações do ser humano é a busca por segurança. Percebe-se que o sentimento de insegurança, provém, principalmente, dos enormes riscos que afetam a sobrevivência da população. Estes riscos podem ser percebidos, segundo Pinheiro, (2007), tantos nos aspectos físicos, doenças, mortes, quanto nos aspectos econômicos. Também segundo o autor, a longevidade causa uma forte insegurança quanto à manutenção do padrão de vida e sustento das famílias na fase pós-laborativa dos indivíduos.

De acordo com Chagas (2006), os brasileiros que possuem ganhos superiores ao teto de benefício pago pelo INSS, que em fevereiro de 2009 era de R\$ 3.218,90, terão dificuldades em manter o mesmo padrão de consumo ao se aposentarem.

Dessa forma, os fundos de pensão podem representar, segundo Pinheiro, R. (2007, p. 38), “uma melhor organização de arranjos privados de poupança de grupos

com vínculos empregatícios ou associativos, capaz de assegurar renda no estágio inativo do ciclo de vida dos indivíduos”.

Criados principalmente com o objetivo de manter o poder de consumo do trabalhador quando o mesmo se aposentar (CHAGAS, 2006). Segundo dados da BRASIL (a)(2008), a previdência complementar fechada possui um patrimônio de aproximadamente R\$ 443 bilhões, com 64% pertencentes os fundos de patrocínio público e 36% pertencentes os fundos de patrocínio privado. O crescimento dos ativos dos fundos de pensão pode ser evidenciado no gráfico 01 a seguir.

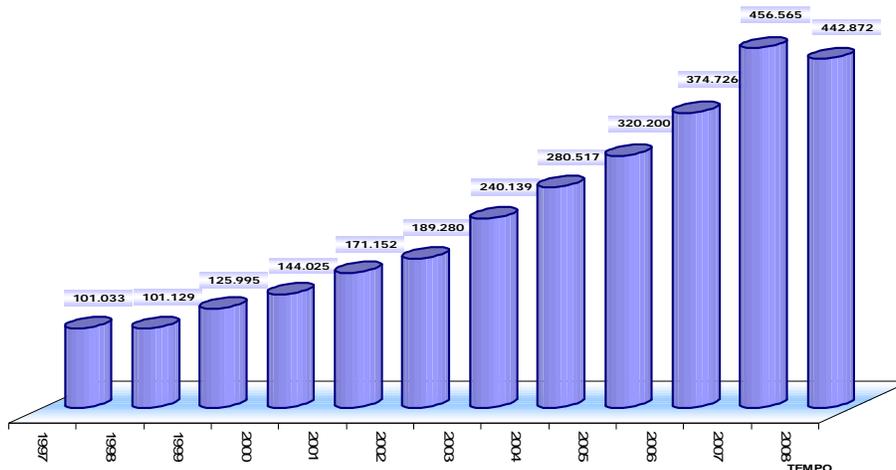


Gráfico 01: Evolução dos ativos dos fundos de pensão (em milhões de reais – valores nominais)  
Fonte: SPC – Informe Estatístico, dez. 2002, dez. 2008

Esse crescimento é procedente basicamente de três fatores: “o primeiro está relacionado à rentabilidade do montante de ativos previamente existentes; o segundo ao ingresso de contribuições dos afiliados; e o terceiro, à adesão de novos afiliados, que então passam também a contribuir” (PEREIRA, MIRANDA e SILVA 1997, p. 25).

Essa afirmação se torna mais relevante quando se constata o aumento da participação dos ativos dos fundos de pensão no PIB brasileiro. Em 2008, esta relação atingia mais de 15% , conforme demonstrado no gráfico 02. Já Botelho (2003) mostra que a influência dos fundos de pensão na dinâmica da economia nacional é consistente e tende a aumentar nos próximos anos.

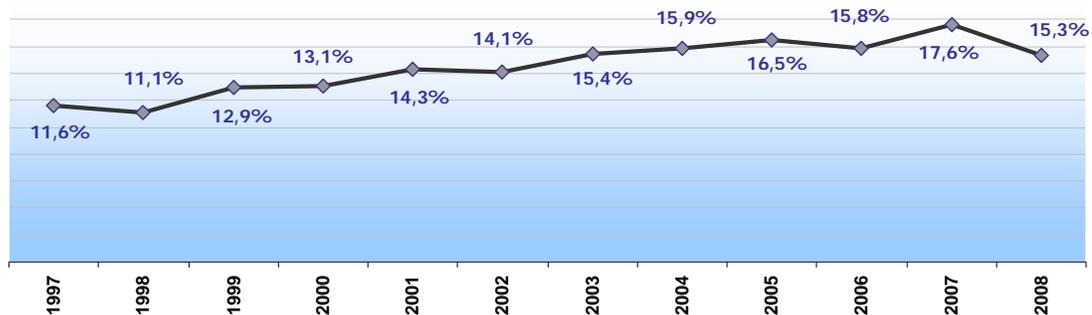


Gráfico 02: Evolução dos ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB  
Fonte: Abrapp - Consolidado Estatístico, dez. 2006, jan. 2009

### 2.2.1 Importância dos fundos de pensão nos mercados de capitais

Segundo Pereira, Miranda e Silva (1997, p. 25), “o crescimento dos ativos dos fundos de pensão, bem como sua aplicação, têm sido notavelmente influenciados pelo desenvolvimento dos mercados financeiros nacionais e pela evolução da legislação

pertinente”. Além de produzir mudanças nas características previdenciárias, esse crescimento ocorrido nas últimas décadas, aumentou o capital para investimentos de longo prazo e em participações acionárias de grandes empresas (REZENDE e FONTES FILHO, 2008).

Para Ferrari e Freitas (2001, p. 39 apud CHAGAS, 2006, p. 24), uma das causas para a criação de um sistema de previdência complementar, na década de 70, foi à idéia de impulsionar o mercado de capitais conforme exposto a seguir:

O governo, com Mario Henrique Simonsen à frente do Ministério da Fazenda, ainda pretendia estimular o mercado de capitais, transferindo recursos a baixo custo para companhias de capital aberto. A poupança da nova previdência complementar, obtida com as contribuições dos trabalhadores e de seus empregados estatais, seria a fonte de recursos que faltava ao governo para impulsionar a Bolsa de Valores.

Segundo Motta (2001) há uma forte correlação entre a robustez do mercado de capitais e a solvência dos fundos de pensão, pois a existência de melhores alternativas de investimentos permite aos gestores dos fundos obterem maior retorno, com menor risco e mais credibilidade, resultando em melhores aposentadorias.

Devido a necessidade de um melhor desempenho de sua carteira, os fundos de pensão vêm buscando melhores resultados a partir do aumento dos seus investimentos em renda variável e utilização de modelos financeiros como instrumento para obtenção de melhores resultados (KEISER, 2007).

Os ativos de investimentos dos fundos de pensão estão distribuídos conforme o gráfico 03 onde se percebe, nos últimos 11 anos, uma constante em torno de 30% da carteira total.

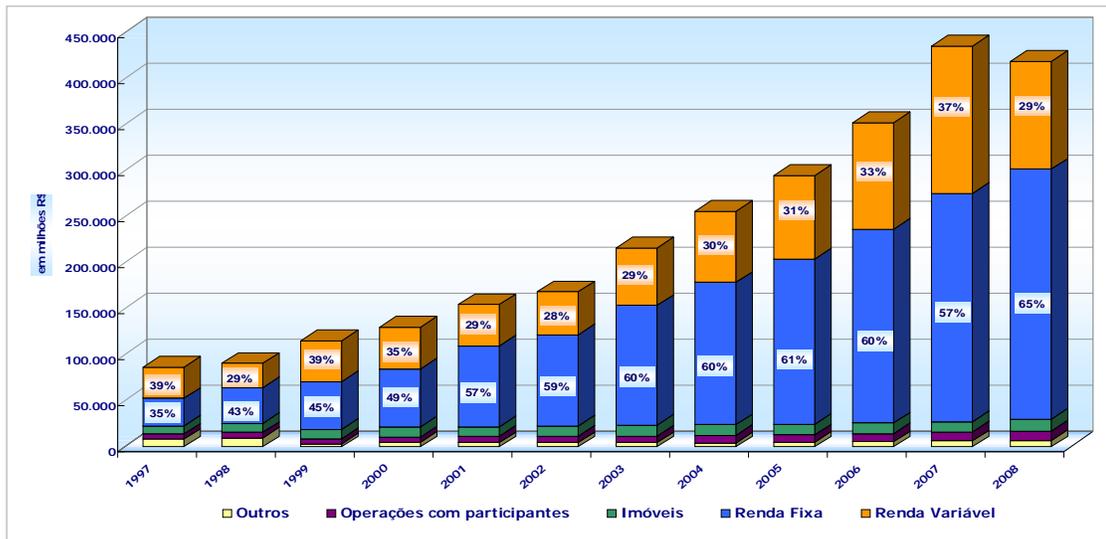


Gráfico 03: Composição do ativo de investimentos dos fundos de pensão

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados extraídos da Abrapp

### 2.3 Anatomia das crises financeiras internacionais

Após o surgimento da globalização, termo usado para definir transformações entendidas por muitos como uma nova etapa do desenvolvimento do capitalismo, as últimas décadas têm sido caracterizadas por uma aceleração de integração produtiva e financeira da economia mundial, por movimentos de liberalização dos mercados, por avanços tecnológicos nas áreas de telecomunicações e de informática e por mudanças para parâmetros institucionais mais liberais (CUNHA, 2002).

Contudo, a interligação das economias e a conseqüente formação de blocos econômicos têm exposto mais os mercados aos agentes internacionais e aumentado a volatilidade dos capitais. Segundo Cunha (2002, p. 01) “não se pode negar a realidade de crises recorrentes associadas à dinâmica da globalização financeira, cujos impactos têm sido sentidos em economias com distintos arcabouços institucionais e desempenho econômico.”

Segundo Rippel, R. e Rippel, V. (2009) um crise financeira compreende um momento que se dá entre um período de prosperidade econômica e outro de depressão.

De acordo com Sandroni (1999, p. 142), crise financeira é a “perturbação na vida econômica, atribuída pela economia clássica a um desequilíbrio entre produção e consumo, localizados em setores isolados da produção.”

Pinheiro, J. (2007, p. 99) conceitua crise financeira como “uma forte e rápida perda de riqueza e substância social, política e institucional em uma economia, manifestada pelo colapso dos preços dos ativos, recessão e desemprego, gerando ameaças à estabilidade da moeda e do sistema bancário.” Ainda segundo o autor, essas perdas de riquezas atingirão sete variáveis, a saber: taxa de juros, taxa de câmbio, alíquotas, inflação, preços dos ativos, salários e transferências intergerações.

### 2.3.1 Crises de 1997 a 2008

#### 2.3.1.1 Crise Asiática (1997 a 1998)

A crise asiática gerou um grande temor de uma crise com contágio financeiro mundial. “Ondas de choques varerem o mundo. As bolsas caíram 27% no Brasil, 21% no Japão, 12% na Austrália, 10% no México e 9% na Inglaterra.” (PINHEIRO, J., 2007, p. 106).

A crise nos países asiáticos (Tailândia, Filipinas, Malásia, Indonésia, Cingapura, Coreia do Sul, Taiwan e Hong-kong), explodiu em julho de 1997 na Tailândia, quando foi descoberto um déficit na conta corrente do país e o rápido incremento de sua dívida externa. Os especuladores apostaram contra a sua moeda, o baht, e esta se desvalorizou em 41% (PINHEIRO, J., 2007). A desaceleração econômica tornou a reabilitação das reservas do país impossíveis sem a intervenção internacional.

Algumas das causas para a crise apontadas por Pinheiro, J. (2007) foram a fragilidade de alguns dos fundamentos econômicos o que causou uma grande desvalorização da moeda; o endividamento externo causado principalmente pela especulação imobiliária ou financiamentos de indústrias já saturadas; e a pouca abertura do setor bancário à concorrência internacional.

Após o agravamento da situação, a crise espalhou-se para o sudeste asiático e Japão, provocando uma forte descapitalização das bolsas de valores, desvalorização cambial, elevação das taxas de juros, insolvência de instituições financeiras, forte risco de moratória da dívida externa e uma profunda recessão em toda a região (PINHEIRO, R., 2007).

A crise asiática começou a se resolver quando Coreia, Tailândia e Indonésia acertaram programas de ajuste com o FMI. Houve ampla colaboração dos bancos internacionais, no caso da Coreia e no caso da Tailândia, houve também apoio do Fundo e um profundo ajuste econômico e na Indonésia, houve uma negociação com o clube de Paris (PINHEIRO, J., 2007).

#### 2.3.1.2 Crise Russa (1998)

A principal causa da crise russa segundo Luís (1998), além dos efeitos de contágio da crise asiática, foi a contínua incapacidade das autoridades em ultrapassar as principais questões estruturais, aliada a uma série de problemas de ordem fiscal.

Numa tentativa de acalmar o mercado financeiro, conter a fuga de investidores internacionais e manter o valor do rublo, o banco central russo, triplicou as taxas de juros oficiais de 50% para 150% no final de maio (PINHEIRO, J., 2007).

Em julho uma série de outras medidas anti-crise foram tomadas, porém essas ações não foram suficientes para acalmar o mercado financeiro, levando o governo a introduzir, em julho, um pacote que continha três elementos principais: medidas fiscais adicionais, cujo objetivo era reduzir o déficit fiscal, novas reformas estruturais viradas para o problema dos pagamentos em atraso e promoção do desenvolvimento do setor privado. No entanto a melhoria causada por esse pacote foi de curta duração. A confiança já estava enfraquecida e o país enfrentava uma crise de larga escala, tanto bancária quanto financeira (LUÍS, 1998).

De acordo com Pinheiro, J. (2007, p. 108)

A incerteza política, aliada a crise na Ásia e a queda nos preços do petróleo (a Rússia é um grande exportador de petróleo), afasta os investidores e a Rússia sofre um “ataque especulativo”. A bolsa de valores russa já havia acumulado perdas de 50%, o que leva o governo russo a cogitar pedido de ajuda ao FMI.

Algumas medidas de combate à crise foram tomadas a 17 de agosto de 1998, o que o governo chamou de moratória russa. As decisões tomadas afetaram aos compromissos de pagamentos privados e incluíram a renegociação da dívida pública. Também se incluíram mudanças na política cambial e aumentou-se o limite perante o qual fez o rublo flutuar em relação ao dólar (PINHEIRO, J., 2007). Porém essas mudanças não foram eficazes e agravaram mais ainda crise.

Após fortes intervenções, o banco central russo anunciou que iria suspender a venda de dólares e comercialização do rublo. Como consequência o rublo passou a ser trocado por uma taxa bem longe da taxa de câmbio oficial. Até que em 2 de setembro, o banco central abandonou a taxa de câmbio, e deixou o rublo flutuar. Os mercados permaneciam instáveis e voláteis até a aprovação parlamentar de um novo primeiro-ministro. Após esse fato, os mercados se estabilizaram ligeiramente (LUÍS, 1998).

Os principais impactos da crise russa foram a desvalorização cambial (o rublo sofreu uma desvalorização real de 75% em relação ao dólar), aumento da taxa de juros, queda nas bolsas de valores tanto nacionais quanto internacionais, além da enorme fuga de capitais, aumento da inflação e forte queda no PIB do país (PINHEIRO, J., 2007).

### 2.3.1.3 Crise Brasileira (1999)

A primeira grande crise ocorrida no Mercado Comum do Sul (MERCOSUL) foi a crise brasileira de 1999. Esta crise afetou os demais membros do bloco, principalmente a Argentina, seu principal parceiro no comércio exterior (PINHEIRO, J., 2007).

Desde a crise asiática em 1997, estava claro que o Brasil deveria mudar o rumo de sua política econômica, corrigindo dois grandes desequilíbrios que haviam se agravado acentuadamente no período de 1995 a 1997: o das contas públicas e o do setor externo (AVERBUG e GIAMBIAGI, 2000).

Os efeitos da crise russa no Brasil foram devastadores e forçou a desindexação do real em relação ao dólar, além da introdução do câmbio flutuante. Ao liberar o câmbio, o Plano Real foi desestabilizado, abalando sua imagem internacional (PINHEIRO, J., 2007).

As principais causas da crise brasileira foram: a sobrevalorização do real ante o dólar, o déficit fiscal de 8% do PIB, o déficit público, o déficit nas contas correntes de 4% do PIB, os juros altos, as taxas de desemprego, a forte especulação e as crises russa e asiática (PINHEIRO, J., 2007).

A crise provocou fuga de capitais, as reservas caíram de mais de 70 bilhões de dólares para cerca de 35 bilhões em seis meses, além de uma série de outras conseqüências como: desvalorização cambial, aumento da inflação, elevação da taxa de juros e desvalorização da bolsa de valores (PINHEIRO, J., 2007).

“A saída da crise ocorre com uma combinação de: ajuste orçamentário: flutuação de sua moeda; um importante pacote de ajuda organizado pelo FMI e pelo BIS; e a implicação dos bancos internacionais na manutenção do financiamento a curto prazo.” (PINHEIRO, J., 2007, p. 111)

#### 2.3.1.4 Crise Argentina (2001)

Depois de uma década de adoção de um regime de câmbio fixo, a assim chamada “convertibilidade”, onde o valor do peso com respeito ao dólar norte-americano foi estabelecido por meio de uma emenda constitucional, o país experimentou, entre 2001 e 2002, uma séria crise financeira, que aprofundou um quadro de degradação econômica e social que já vigorava no país (CUNHA E FERRARI 2006, p. 271).

Após a posse como presidente de Fernando de La Rúa, com a promessa de impulsionar a economia, o governo anuncia cortes nos gastos públicos e aumento nos impostos (PINHEIRO, J., 2007).

A situação tanto social quanto econômica era muito delicada, o desemprego subia implacavelmente, a insegurança por parte da população crescia cada vez mais, aumentava também a desconfiança por parte do mercado internacional pela total falta de um plano bem elaborado de curto, médio e longo prazos para recuperar a economia (PINHEIRO, J., 2007).

A existência de diversos choques externos, tais como a apreciação do dólar, a depreciação do real brasileiro, a queda dos preços das commodities primárias, a desaceleração da economia mundial, entre outras, acabou criando um contexto extremamente negativo para a economia argentina, no qual a escassa flexibilidade da política monetária pela convertibilidade fixa do peso, o mau desempenho fiscal e a incapacidade de ganhar a confiança dos investidores internacionais pioraram seu quadro macroeconômico (PINHEIRO, J., 2007. p. 106).

Segundo Pinheiro, J. (2007) a crise Argentina trouxe fortes conseqüências para o país, uma vez que a Argentina deixou de pagar sua dívida externa, declarando moratória e prejudicando sua credibilidade diante dos credores internacionais.

Além disso, segundo o autor, a crise provocou outros impactos como: pressão inflacionária, queda no câmbio interno, perda dos depósitos bancários, aumento da taxa de desemprego e perda da credibilidade nas instituições internacionais.

Houve um contágio da crise em diversos países, entre eles o Brasil. “O desfecho da crise passaria pela reconstrução da moeda, da confiança e, talvez, também pela reconstrução do Estado argentino, o que representa uma tarefa de longa duração e de enormes riscos políticos” (PINHEIRO, J., 2007, p. 115).

#### 2.3.1.5 Crise Brasileira (2002)

Se a crise brasileira de 1999 ocorreu devido à estratégia de crescimento com poupança externa e à política de âncora cambial, já a crise ocorrida em 2002, teve com principais causas um fator político (incertezas relacionadas à proximidade das eleições) e à política de meta de inflação que levou o Banco Central brasileiro a interromper a baixa da taxa básica de juros a fim de evitar a desvalorização da moeda (PEREIRA, 2004).

O Brasil perdeu no período de crise a confiança na probidade de honrar seus compromissos financeiros. A dinâmica da dívida brasileira era insustentável naquele período. Os investidores estrangeiros perceberam um movimento de ruína dos mercados financeiros e passaram a vender os ativos brasileiros (títulos, ações ou empréstimos) e racionar crédito, pois não acreditavam que o Brasil pagaria suas dívidas. Esse racionamento de crédito fazia com que ficasse mais difícil para o Brasil pagar sua dívida, pois gerava aumento nas taxas de juros reais (SERRÃO, 2005).

Sendo assim, Serrão (2005) enfatiza que esse panorama de desequilíbrio da relação dívida/PIB observada em meados de 2002, foi o grande causador da crise brasileira. As causas que levaram a esse desequilíbrio, segundo o autor, foram: o crescimento da aversão ao risco no cenário internacional causado pelas sucessivas crises anteriores, a Crise da Marcação a Mercado e as incertezas advindas do cenário político interno.

Uma reversão de tal cenário só seria possível através de um choque nas expectativas dos agentes. Foi o que ocorreu. Dois fatores foram fundamentais para que em poucos meses o país superasse os momentos de pânico vividos no segundo semestre de 2002. Ocorreram dois choques simultâneos: um interno, de credibilidade, causado pela expectativa com relação à política econômica do novo governo; o outro, externo, gerado pela melhora do contexto de liquidez internacional, impulsionada pelas baixas taxas de juros praticadas pelos Estados Unidos (SERRÃO 2005, p. 64).

#### 2.3.1.6 Crise do Subprime (2007-2008)

Evidências apontam que a crise pela qual vem passando o sistema financeiro norte americano iniciou-se em meados de 2007 em decorrência da elevação da inadimplência e desvalorização dos ativos financeiros e principalmente dos imóveis atrelados às hipotecas americanas de alto risco, os chamados subprime (CINTRA e FARHI, 2008).

Segundo Rippel, R. e Rippel, V. (2009, p. 10) “o impacto internacional gerado tem suas raízes na “bolha da Internet” de 2001 e estourou na falência, em setembro de 2008, do tradicional banco de investimento estadunidense Lehman Brothers (fundado em 1850), seguida, no espaço de poucos dias, pela falência técnica da maior empresa seguradora dos Estados Unidos da América, a American International Group (AIG).”

Rippel, R e Pippel, V. (2009) ressaltam que por ter se iniciado no coração do sistema capitalista, ou seja, na economia norte-americana, o subprime é uma crise financeira que provocou um imenso efeito cascata em grande parte da economia mundial, e é até hoje, muito grave, ou a mais grave crise do sistema capitalista desde 1929 que tente a atingir todos os setores econômicos mundiais.

No Brasil os impactos da crise americana foram sentidos principalmente nos prazos dos financiamentos, que ficaram estão mais curtos. Além disso, o Ibovespa despencou e teve duas paradas em 06 de outubro de 2008 e a alta variação na cotação do dólar (GALLE, CAVALI e SANTOS, 2009).

## 2.4 Índice Bovespa (Ibovespa) versus Crises Financeiras

Segundo a Comissão Nacional de Bolsas - CNB (2005), os índices de mercado cumprem três objetivos principais, a saber: são indicadores de variação dos preços de mercado, servem de parâmetro para a avaliação de performance de portfólios e são instrumentos de negociação no mercado futuro.

No Brasil, o Ibovespa é o índice de ações tem forte aceitação no mercado. Ele é calculado em função do movimento da maior bolsa do país – Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), e é um importante indicador do desempenho médio das cotações das ações no mercado (CNB, 2005).

O gráfico 04 a seguir demonstra as maiores variações negativas do Ibovespa em função das crises financeiras ocorridas entre 1997 e 2008.

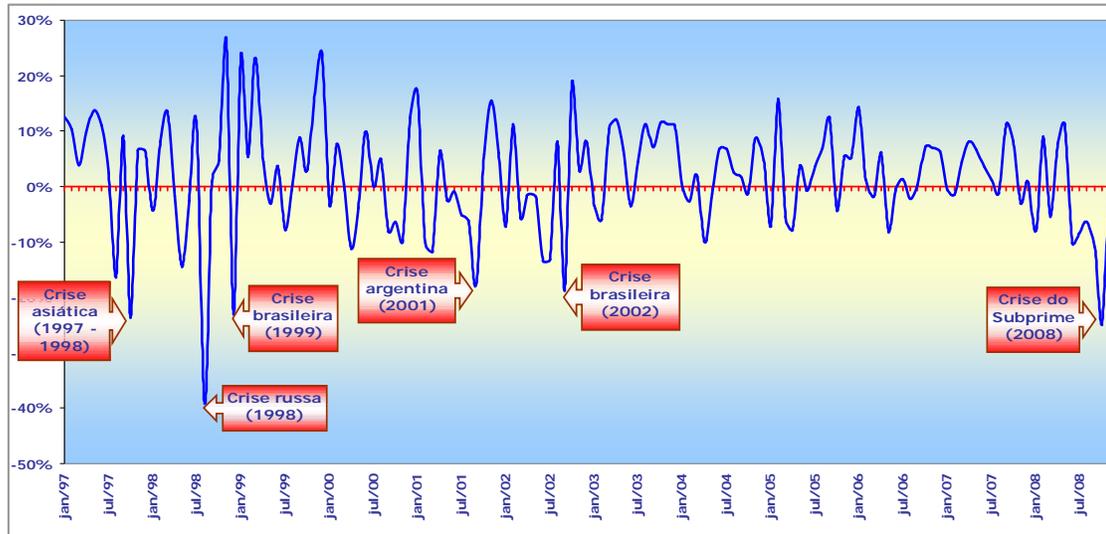


Gráfico 04: Variação do Ibovespa em função das crises financeiras

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados extraídos do Economática

### 3 METODOLOGIA

Para este estudo os critérios que classifica a pesquisa foram quanto aos fins e quanto aos meios de investigação. Quanto aos fins, à pesquisa foi explicativa e quanto aos meios, à pesquisa é bibliográfica e documental. A pesquisa documental foi construída com base nos relatórios estatísticos dos fundos de pensão referente ao período 1997-2008, obtidos junto à Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) e à Secretaria de Previdência Complementar (SPC).

A base de dados investigada é composta por 100% do universo, isto é, 371 entidades de fundos de pensão brasileiras, autorizadas a funcionar pelo Ministério da Previdência Social, Brasil (e). As informações relacionadas ao comportamento temporal ao índice Ibovespa foram extraídas da Economática, onde se utilizou o valor de fechamento do índice. Cabe registro que as informações com periodicidade mensal para o exercício de 2009 não foram disponibilizadas pelo órgão do Estado.

Do universo apresentado optou-se fazer um corte, estudando, portanto as cinco maiores e as cinco menores entidades, cujo patrimônio somado destes fundos de pensão representou 60% da população dos fundos de pensão brasileiros.

O período analisado, para verificação do impacto das crises na gestão do patrimônio de renda variável dos fundos de pensão brasileiros abrangeu 11 anos, compreendendo, portanto o período de 1997 a 2008. Entretanto, destaca-se que a periodicidade das informações tratadas foi mensal, possibilitando, desta forma, uma

melhor análise do comportamento temporal dos dados. A delimitação do período analisado, 1997 a 2008, encontra justificativa em função do período fértil na ocorrência de crises financeiras. Por fim, os dados foram tratados em planilha excel.

## 4 RESULTADO E ANÁLISE

### 4.1 Análise temporal dos portfólios dos Fundos de Pensão em função do IBOVESPA

O gráfico 05 abaixo mostra o comportamento temporal do índice Ibovespa no período 1997-2008, comparados com o comportamento temporal dos ativos de investimentos dos fundos de pensão, também é evidenciada as crises financeiras ocorridas no mesmo período.

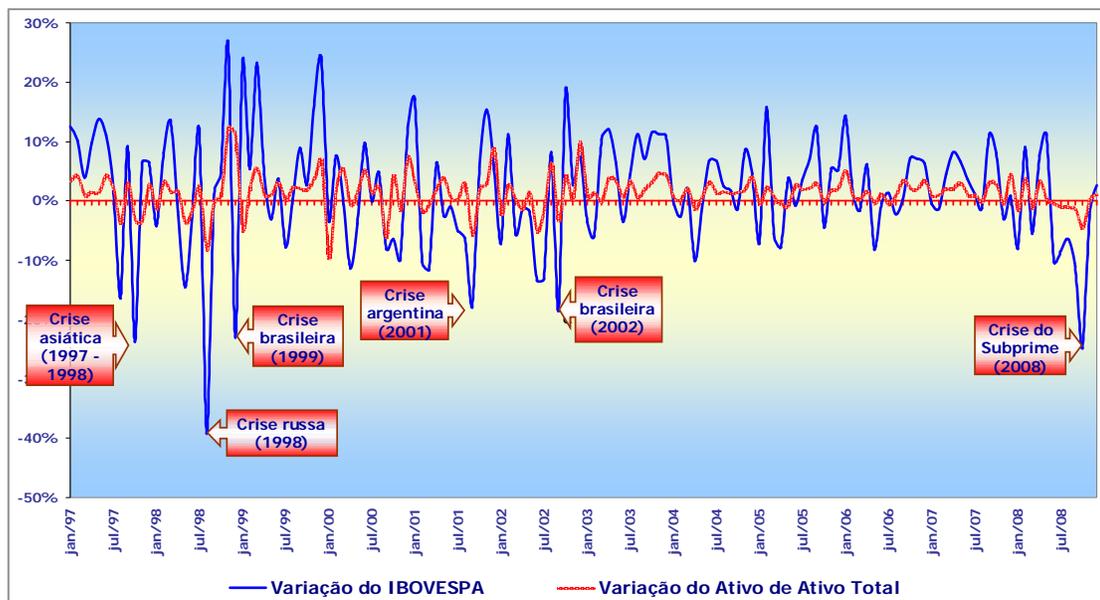


Gráfico 05: Variação do Ibovespa X Variação do ativo total dos fundos de pensão em função das crises financeiras  
Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados extraídos do Economática e Abrapp

Percebe-se que o ativo total dos fundos de pensão tem um comportamento significativamente correlacionado com o comportamento do Ibovespa ao longo do período analisado, onde verificou um fator de correlação de 0,6. Significando, portanto, que a riqueza dos fundos de pensão brasileiros guarda expressiva oscilação, em momentos de crises financeiras, em momentos de crises com o comportamento do portfólio teórico da BOVESPA.

Quando analisado apenas o portfólio dos fundos de pensão é possível perceber que a série temporal das oscilações registradas nestes patrimônios apresenta uma curva assimétrica com pouca tendência à direita.

A menor volatilidade verificada no portfólio dos fundos de pensão em relação à volatilidade percebida no IBOVESPA deve-se a composição desses portfólios, onde os fundos têm em suas carteiras ações que não atendem aos requisitos mínimos de composição do IBOVESPA, haja vista a correlação registrada menor que um.

## 4.2 Comportamento de gestão da carteira de renda variável em função das crises financeiras

No gráfico 06 abaixo é apresentado o comportamento temporal da gerência da carteira de renda variável administradas pelos fundos de pensão e comparadas com os fundos de investimentos em função das crises financeiras. Estes fundos de investimentos, de renda variável, estão contabilizados no balanço dos fundos de pensão e gerenciados por terceiros.

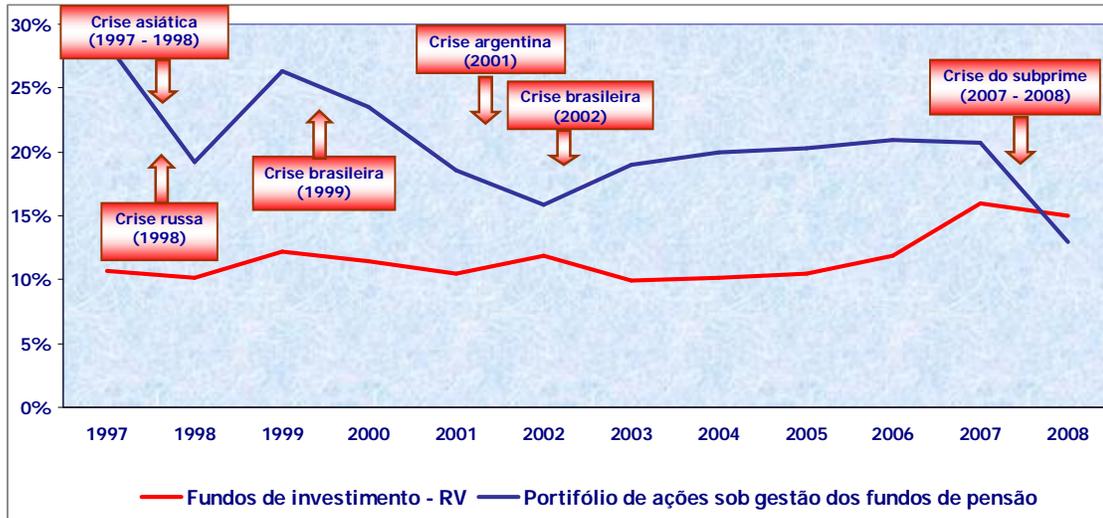


Gráfico 06: Comportamento gerencial da carteira de renda variável dos fundos de pensão em função das crises financeiras  
Fonte: Elaborado pelos autores

Ao longo do período é possível perceber que as duas retas apresentam comportamento inverso. Onde os fundos de investimentos de renda variável apresentam crescimento patrimonial enquanto os portfólios gerenciados pelos fundos de pensão perdem valor.

Exceto a crise do *Subprime* cujos dados ainda não permite uma maior análise, as demais crises apontam para um deslocamento de recursos dos fundos de pensão para gestão terceirizada.

Uma melhor análise desse comportamento é percebida quando se calcula a correlação entre a carteira de renda variável e a carteira dos fundos de investimentos. Tendo como hipótese nula, haja vista a diminuição dos ativos nas bolsas de valores, entretanto no período de 1997 a 1999 a correlação apurada foi de 36% (período que ocorreram as crises asiática, russa e brasileira) para o período de 2000 a 2002 a correlação foi de 3%, nesse período ocorreu as crises argentina e brasileira, o que afetou significativamente o Ibovespa, que saiu de 16.430 para 11.280 pontos, representando uma variação negativa de 31%. Essa variação, também deveria ser refletida nos fundos terceirizados de renda variável, entretanto isso não foi confirmado, contribuindo, assim para uma correlação pequena.

## 5 CONCLUSÕES

Os fundos de pensão vêm se destacando pelo crescimento acelerado no cenário brasileiro e sua influência na dinâmica da economia nacional é consistente e estudos apontam para uma tendência de aumento nos próximos anos.

Nestas entidades, cuja missão é complementar a aposentadoria de seus participantes, a busca por melhores retornos em títulos mobiliários emitidos por

instituições privadas torna-se uma meta quando a taxa de juros, SELIC, tende a cair. Entretanto, quando se associa a esta variável a meta atuarial desses planos de benefícios que estão indexados mais taxa de juro de 6% aa. a exposição ao risco torna-se uma necessidade estratégica.

Porém em épocas de crises financeiras os capitais voláteis, principalmente aplicações em renda variável, se retiram rapidamente do país o que impacta diretamente a bolsa de valores e também os títulos de renda fixa.

Sendo assim, esta pesquisa objetivou analisar o comportamento patrimonial de renda variável, dos fundos de pensão brasileiros, no período das crises financeiras ocorridas entre os anos de 1997 e 2008.

O estudo possibilitou verificar que em tempos de crises os fundos de investimentos registrados no patrimônio dessas entidades têm o valor de suas carteiras constante com tendência de alta. Que considerando que todo o mercado de renda variável está em queda é possível inferir pela existência de um manejo transferindo recursos para a gestão terceirizada.

Esse comportamento pode ser explicado pela mudança de estratégias de gestão nos períodos de crises financeiras, onde os fundos de pensão fazem uma combinação entre aplicações diretas em ações geridas pelas próprias entidades e aplicações em fundos de investimentos em renda variável, a fim de diminuir os riscos e aumentar o retorno dos seus ativos de investimento.

Este cenário também pode apontar para um sentimento externado na literatura especializada que entende ser o segmento de renda variável o caminho alvo para o crescimento e ganho real dos fundos de pensão brasileiros.

## REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA. **Como criar um fundo de pensão a partir do vínculo associativo.**

Abrapp, 2003.

\_\_\_\_\_. (b). **ABRAPP**, São Paulo, SP, janeiro de 2009. Disponível em:

<[http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/Consolidado%20Estatistico\\_01\\_09.pdf](http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/Consolidado%20Estatistico_01_09.pdf)>. Acesso em: 16 de agosto de 2009.

\_\_\_\_\_. (c). **ABRAPP**, São Paulo, SP, dezembro de 2006. Disponível em:

<<http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/Cons330%20Dez06.pdf>>. Acesso em: 20 de março de 2009.

\_\_\_\_\_. (d). **ABRAPP**, São Paulo, SP, dezembro de 2008. Disponível em:

[http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/Consolidado\\_Estatistico\\_Dez\\_08.pdf](http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/Consolidado_Estatistico_Dez_08.pdf)>. Acesso em: 20 de março de 2009.

AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A crise brasileira de 1998/1999: origens e conseqüências.** Rio de Janeiro: BNDES/PNUD, 2000. (Texto para Discussão n. 77)

Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/td-77.pdf>>. Acesso em: 10 de maio de 2009.

BOTELHO, Dulcineli Régis. **Crítérios de mensuração, reconhecimento e evidenciação do passivo atuarial de planos de benefícios de aposentadoria e pensão: um estudo nas demonstrações contábeis das entidades patrocinadoras brasileiras.** 2003. 201 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós - Graduação, UnB –UFPB –UFPE – UFRN, Brasília, 2003.

BRASIL. Banco Central. BC Resolução CMN nº 3.456 de 1º de junho de 2007

- \_\_\_\_\_. (b). Lei Complementar nº 109, 29 de maio de 2001. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 30 de maio de 2001.
- \_\_\_\_\_. (c). Lei Nº 6.435, de 15 de Julho de 1977. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 20 de julho de 1977.
- \_\_\_\_\_. (d). **Informe Estatístico dezembro/2002**. Brasília: Ministério da Previdência Social / Secretaria de Previdência Complementar, dezembro de 2002.
- \_\_\_\_\_. (e). **Informe Estatístico dezembro/2008**. Brasília: Ministério da Previdência Social / Secretaria de Previdência Complementar, dezembro de 2008.
- CHAGAS, Paulo Cesar. **Previdência Complementar Brasileira: um estudo sobre a aderência da informação do passivo atuarial entre empresas patrocinadoras de plano de benefícios de aposentadoria e pensão e seus respectivos fundos de pensão**. 2006. 157 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós- Graduação, UnB –UFPB –UFPE – UFRN, Brasília, 2006.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. A crise financeira e o global Shadow Banking System. **Revista Novos Estudos – CEBRAP**, São Paulo, n. 82, p. 35-55, 2008. Disponível em: <[http://novos estudos.uol.com.br/acervo/acervo\\_artigo.asp?idMateria=1300](http://novos estudos.uol.com.br/acervo/acervo_artigo.asp?idMateria=1300)> Acesso em: 05 de outubro de 2009.
- COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS. CNB. **Mercado de Capitais: o que é, como funciona**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- CUNHA, André Moreira. Crises financeiras: o quê há de errado?. **Revista Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 23, n. 1, p. 203-228, 2002. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/2033/2414>>. Acesso em: 25 de abril de 2009.
- CUNHA, André Moreira; FERRARI, Andrés. A argentina em dois tempos: da conversibilidade à reestruturação da dívida. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 269-298, 2006. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-98482006000200003](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482006000200003)>. Acesso em: 22 de abril de 2009.
- ECONOMÁTICA Ltda. **Software de apoio a investidores**. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br>>. Acesso em: 09 de maio de 2009.
- GALLE, Juliano Morais; CAVALI, Roberto; SANTOS, Elaine de Oliveira. Crise Norte-Americana: um modelo explicativo de sua causa. **Revista Multidisciplinar da UNIESP. Saber Acadêmico**, v. 07, p. 170-175, 2009. Disponível em: <[http://www.uniesp.edu.br/revista/revista7/pdf/16\\_crise.pdf](http://www.uniesp.edu.br/revista/revista7/pdf/16_crise.pdf)>. Acesso em: 12/10/2009.
- KEISER, Juliana Ilkiu. **Modelos financeiros utilizados por fundos de pensão brasileiros para gestão de ativos**. 2007. 124 f. Dissertação (Mestrado em Administração do Setor de Ciências Sociais Aplicadas) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2007.
- LUÍS, Ana Lúcia Matos. A crise financeira na Rússia. **Informação Internacional**. Análise Econômica e Política, p. 53-65, 1998. Disponível em: <<http://www.dpp.pt/pages/pesquisa/detalhes.php?ct=2&cod=91>>. Acesso em: 13 de maio de 2009.
- MOTTA, João Ricardo Santos Torres da. **Uma análise da relação entre o mercado de capitais e desenvolvimento**. Brasília: Consultoria Legislativa, 2001. Disponível em: <<http://apache.camara.gov.br/portal/arquivos/Camara/internet/publicacoes/estnottec/pdf/011858.pdf>>. Acesso em: 13 de maio de 2009.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Proposta de Desenvolvimento para o Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo-SP, vol. 24, nº 4 (96), outubro/dezembro de 2004.

Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/96-11.pdf>>. Acesso em: 17 de setembro de 2009.

PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério Boueri; SILVA, Marly Matias. **Os fundos de pensão como geradores de poupança interna**. Brasília: IPEA, 1997. (Texto para discussão, n.480).

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PINHEIRO, Ricardo Pena. **A demografia dos fundos de pensão**. Brasília: Ministério da Previdência Social / Secretaria de Políticas de Previdência Social, 2007.

REZENDE, Francisco de Carvalho; FONTES FILHO, Joaquim Rubens. Controle estratégico e mensuração da performance em fundos de pensão: um ensaio sobre as limitações e possibilidades metodológicas. **Revista de Informação Contábil (RIC)**, Brasília, v. 2, n. 1, p. 19-39, janeiro/março de 2008. Disponível em:

<<http://www.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/view/96/72>>. Acesso em: 6 de maio de 2009.

RIPPEL, Ricardo; RIPPEL, Valderice Cecília Limberger. Considerações a respeito das origens, dos acontecimentos e das conseqüências da crise econômica mundial atual.

**Revista Informe GEPEC**, Paraná, v. 12, n. 2, p. 6-27, julho/dezembro de 2008.

Disponível em: <<http://e-revista.unioeste.br/index.php/gepec/article/view/2298/1761>>

Acesso em: 05 de outubro de 2009.

SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

Disponível em: <<http://www.scribd.com/doc/6965717/Paulo-Sandroni-NOVISSIMO-DICIONARIO-DE-ECONOMIA>>. Acesso em: 12 de outubro de 2009.

SERRÃO, Cristiano Ramponi. **A crise brasileira de 2002: uma abordagem baseada na teoria de racionamento de crédito**. 2005. 79f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC, São Paulo, 2005.

TOMASINI, Andrea (Org.). **Rumo à Excelência dos fundos de pensão**. Goiânia: Scala Gráfica e Editora, 2007.