

Crise abre oportunidades para fundos de pensão

Por **Ernani Teixeira Torres Filho, Adriana Inhudes, André Albuquerque Sant'Anna e Gilberto Rodrigues Borça Junior**¹
Superintendente e economistas da APE

Recursos das entidades de previdência podem se tornar fonte estável para financiar o setor produtivo

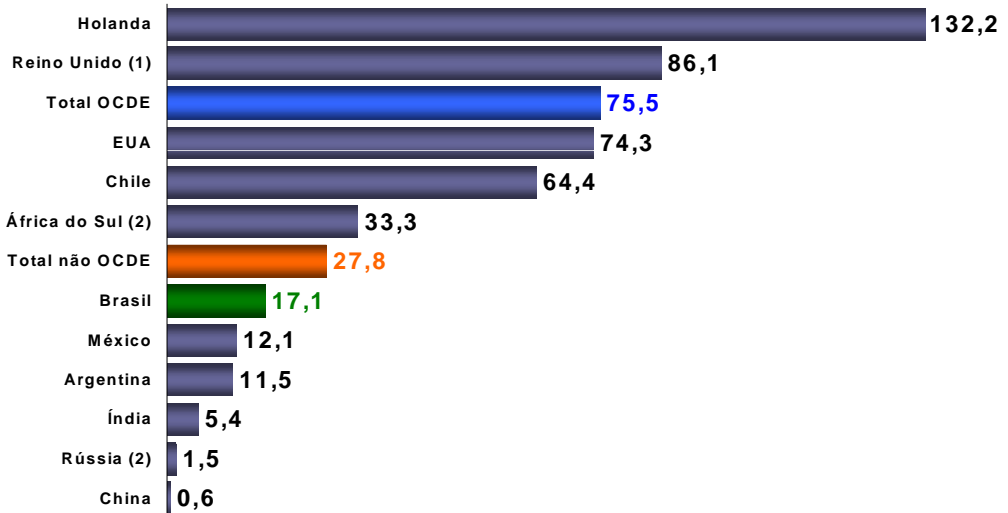
Fundos de pensão são entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), cujo objetivo principal é a complementação dos benefícios previdenciários de seus participantes e assistidos. Por esse motivo, são instituições que aplicam seus recursos com objetivos de longo prazo (atingir no mínimo metas atuariais), observando as limitações regulatórias a que estão sujeitos.

A despeito de terem um propósito comum, as EFPCs apresentam grandes diferenças entre si, seja em termos de tamanho – absoluto e relativo – e/ou da composição de suas carteiras, quando se compara os países ricos e os emergentes. Em 2007, os fundos de pensão das economias que integram a OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), que basicamente reúne economias ricas, administravam recursos da ordem de US\$ 18 trilhões. Neste mesmo ano, os ativos dos fundos dos demais países somavam apenas US\$ 0,8 trilhão, ou seja, um valor 22 vezes menor.

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

¹ Os autores agradecem aos comentários e sugestões feitas por Ricardo Weiss e Ana Marta.

Gráfico 1 – Ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB (em %) - 2007



Fonte: OCDE

(1) estimativa da OCDE

(2) dados de 2006

Esse diferencial também está presente quando se analisa a importância dos ativos das EFPCs frente ao PIB, em diferentes economias. Como se pode observar no Gráfico 1, em 2007, os países membros da OCDE apresentaram um coeficiente médio de 75%, enquanto os países não-OCDE atingiram pouco menos de 28%. Há, no entanto, exceções importantes. A Holanda, com 132%, é um destaque no mundo desenvolvido enquanto Chile, com 64%, apresenta um perfil semelhante ao de um país rico.

Outra característica importante no mundo emergente é a grande dispersão. Muitos países, como Rússia e China, apresentam coeficientes irrisórios – inferiores a 2% – porque seus sistemas de previdência com-

plementar foram implantados há pouco tempo.

Além do tempo restrito desde o início da massificação dos fundos de pensão, outros fatores que também ajudam a explicar a diferença da importância relativa das EFPCs são: a) a renda per capita; b) as trajetórias de estabilidade macroeconômica; e c) o perfil etário da população participante.

Assim, o objetivo desse número do Visão do Desenvolvimento é destacar que a atual crise financeira internacional, associada a um cenário consistente de redução da taxa básica de juros da economia brasileira, abre boas oportunidades para os fundos de pensão diversificarem suas aplicações.

Fundos de pensão no mundo e no Brasil

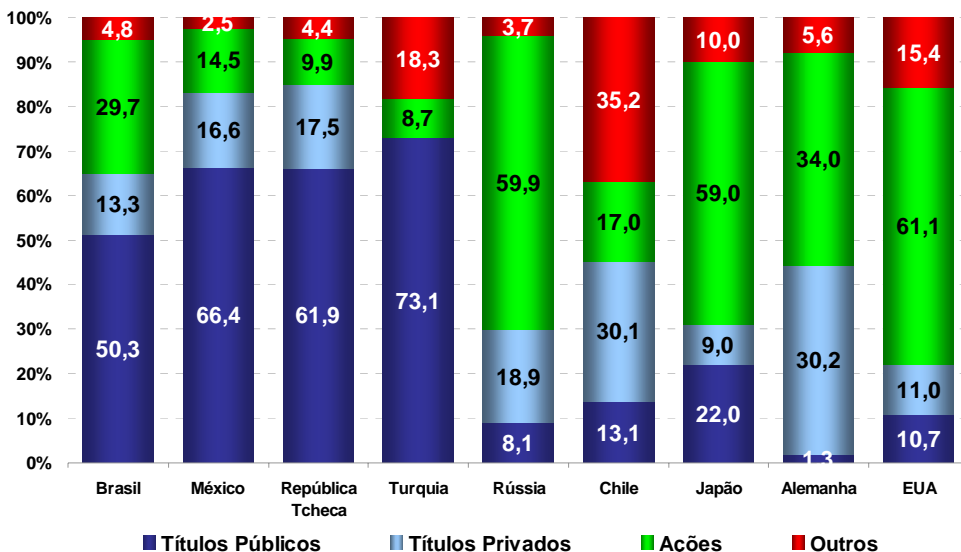
A composição das carteiras de ativos dos fundos de pensão também varia sensivelmente entre os países. Como se observa no Gráfico 2, entre os desenvolvidos, é notável o predomínio de aplicações em ativos de empresas, quer seja por meio de renda variável, quer seja por meio de títulos de renda fixa. Nos EUA, Japão e Alemanha, pelo menos dois terços dos ativos são destinados ao setor privado. Levando-se em conta o tamanho dos fundos de pensão e a magnitude dos recursos por eles administrados, trata-se, pois, de um volume significativo à disposição das empresas.

Entre os países em desenvolvimento,

há diferenças notáveis na composição das carteiras dos fundos de pensão. Rússia e Chile se destacam pelo fato de as carteiras de suas fundações se assemelharem mais às dos países desenvolvidos, onde predominam títulos privados de renda fixa e ações. A presença de títulos públicos é pequena. Já no caso do Brasil, México, República Tcheca e Turquia, observa-se uma concentração de 50% a 75% em títulos públicos.

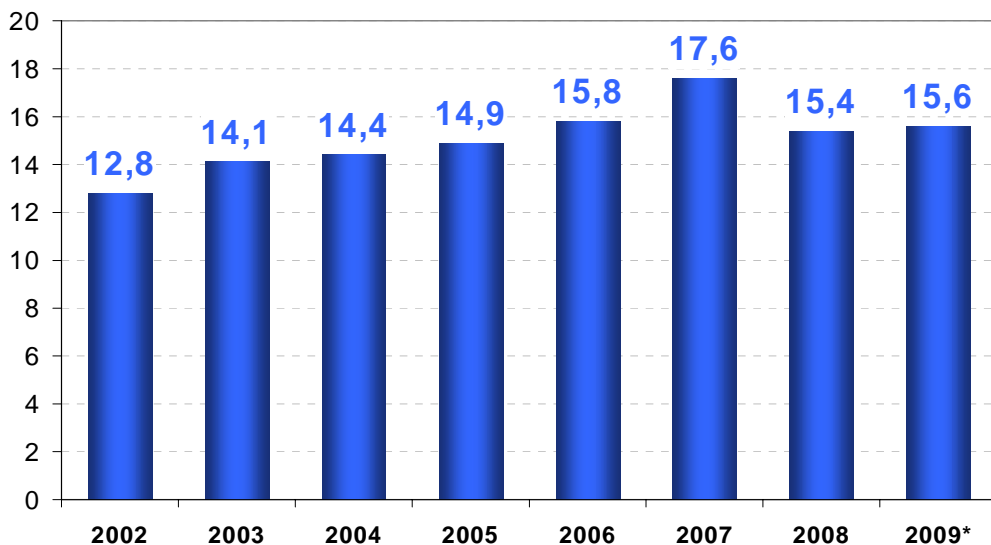
Essa diferença aponta para o fato de o padrão de investimento dos fundos estar muito relacionado ao desenvolvimento dos mercados de capitais domésticos, bem como às características da dívida pública desses países. A predominância de títulos públicos de curto prazo com indexação financeira parece

Gráfico 2: Composição das Carteiras dos Fundos de Pensão em Países Selecionados (2006)



Fonte: OCDE (2007)

Gráfico 3: Brasil – Ativos dos Fundos de Pensão/PIB (2002/2009)
(em %)



Fonte: Abrapp

* dados até fev/09

ser um fator importante a explicar a menor demanda dos fundos por títulos privados de longo prazo. Para se ter uma idéia, de acordo com dados do BIS de 2007, cerca de 50% da dívida pública brasileira tinha prazo inferior a um ano, enquanto no Chile e na Rússia esse percentual correspondia a 12% e 8%, respectivamente.

A situação atual dos fundos de pensão brasileiros

A indústria brasileira de fundos de pensão ainda está distante do estágio no qual se encontram essas instituições nos países desenvolvidos. Entretanto, nos últimos anos, vem apresentando um rá-

pido crescimento. Entre 2002 e 2007, a relação entre ativos totais das fundações e o PIB cresceu, aproximadamente, 5 pontos percentuais, saindo de 12,8% para 17,6% (Gráfico 3).

Entre 2007 e 2008, esse indicador recuou para 15,4%, uma perda de 2,2 pontos percentuais, ou 12,5%. Essa queda reflete, essencialmente, as perdas incorridas devido ao agravamento da atual crise internacional, que deprimiu os preços dos ativos financeiros – especialmente ações. Segundo dados da ABRAPP, entre dezembro de 2007 e outubro de 2008 – imediatamente após o agravamento da crise internacional em setembro de 2008 - o valor total dos ativos em carteira dos fundos de pen-

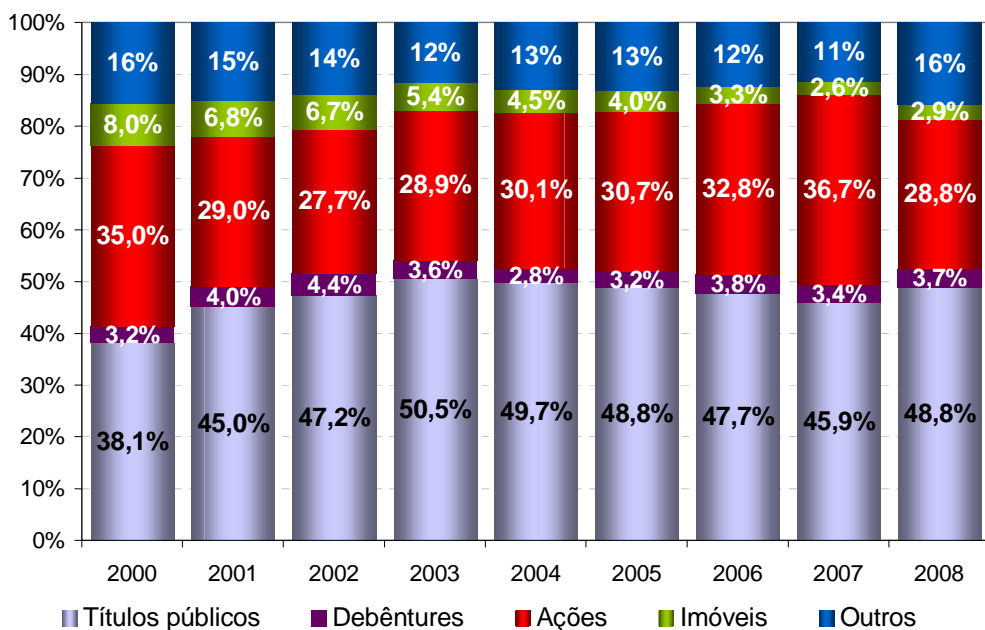
são se reduziu de R\$ 457 bilhões para R\$ 439 bilhões.

Nos primeiros meses de 2009, houve uma pequena recuperação. A tendência desse processo ao longo do ano dependerá basicamente da recuperação das bolsas de valores e da taxa de crescimento da economia.

Não obstante o rápido crescimento entre 2002 e 2008, as aplicações das fundações brasileiras continuaram se concentrando em ativos de renda fixa, particularmente os títulos de dívida pública. De acordo com o Gráfico 4, ao longo da década de 2000, esses ativos responderam por pouco menos de 50% do patrimônio dessas instituições.

Conforme destacado no Visão do Desenvolvimento nº 57, a dívida pública brasileira possui algumas características que geram amplos estímulos à demanda pelos papéis do governo. O Estado, por possuir uma estrutura de endividamento na qual predominam papéis de curto prazo e indexados a taxas de juros flutuantes (e elevadas), oferece, simultaneamente, liquidez, segurança e rentabilidade a seus aplicadores. As emissões privadas ficam, na prática, limitadas, por um custo de capital mais elevado e pela menor liquidez. A parcela reduzida de debêntures nos ativos dos fundos de pensão – cerca de 3,6% em fevereiro de 2009 – é um sintoma desse fato.

Gráfico 4: Brasil – Composição dos Ativos dos Fundos de Pensão (em %) (2000-2008)



Fonte: elaboração própria a partir de dados da Abrapp e Anbid

Percebe-se ainda, no Gráfico 4, que a parcela de recursos destinada a ações sofreu bruscas alterações no período observado entre 2002 e 2008. Essas flutuações dizem respeito, em grande parte, aos movimentos de valorização do índice IBOVESPA, entre 2002 e 2007 - quando passou de cerca de 11 mil pontos para 64 mil pontos - e à posterior queda no índice, entre 2007 e 2008, quando recuou para 37 mil pontos. Nesse sentido, a variação na participação das ações na composição dos ativos dos fundos de pensão deve ser decomposta entre o efeito-preço, destacado acima, e a efetiva maior preferência por essa classe de ativos por parte dos fundos de pensão.

Entre 2002 e 2007, a variação do índice IBOVESPA teria levado os fundos de pensão, caso tivessem mantido suas carteiras de ações, a um valor 70% maior do que o efetivamente observado. Nesse período, todavia, as fundações aproveitaram o período de alta da bolsa de valores para vender parte de sua carteira. O oposto se verificou entre 2007 e 2008. Nesse intervalo, os fundos de pensão aproveitaram a queda na bolsa de valores para comprar ações. Caso isso não tivesse ocorrido, o valor da carteira de ações seria 21% menor do que o observado no final de 2008.

Conclusões e perspectivas

Em virtude das características de seu passivo - benefícios futuros aos contri-

buintes - os fundos de pensão são, naturalmente, demandantes de ativos de longa maturação. Nesse sentido, pode exercer um papel importante como fonte de financiamento de investimentos de longo prazo.

No Brasil, apesar de mais de uma década de estabilidade macroeconômica e da retomada de um crescimento mais rápido nos últimos anos, os fundos ainda destinam a maior parte de seus recursos à compra de títulos públicos.

Esse quadro, no entanto, pode sofrer importantes modificações nos próximos anos. A atual crise financeira internacional teve um impacto muito diferente na economia brasileira comparativamente

às experiências de crise dos últimos 10 anos. A sus-

tentação do emprego e do poder de compra dos assalariados mantiveram o nível de consumo das famílias. Isso permitiu que a demanda interna desempenhasse um papel importante em barrar o impacto negativo do choque financeiro e da queda das exportações.

Ademais, a inflação, em lugar de acelerar, tende a se manter em níveis cada vez mais baixos nos próximos meses. O governo, agora credor em moeda estrangeira, não foi afetado por uma crise fiscal e pode tomar medidas anticíclicas. Esse cenário abre perspectivas para que o processo de redução da dívida pública frente ao PIB seja mais rápido nos próximos anos, particularmente se mantiver a trajetória de queda das taxas de juros.

Um cenário muito provável para os próximos anos é de aumento na captação líquida das EFPCs - a estrutura etária da população brasileira ainda é formada em sua maioria por jovens – combinado com a desaceleração no crescimento da dívida pública e a mudança de seu perfil – maior prazo e taxas pré-fixadas ou indexadas à inflação.

Nesse caso, os fundos de pensão se verão cada vez mais estimulados a introduzir modificações na margem em suas carteiras de aplicações, particularmente se as metas atuariais atualmente adotadas não forem relaxadas. A tendência é de uma desconcentração das aplicações em títulos públicos, que atualmente são

predominantes nas carteiras das fundações.

Diversificação das aplicações vai exigir aperfeiçoamento na capacidade de avaliação de risco

Com isso, os mercados de capitais não apenas terão uma nova fonte para o seu desenvolvimento, mas o investimento produtivo brasileiro, de maneira geral, contará com uma fonte estável de financiamento, que se torna ainda mais relevante em momentos de condições restritivas de crédito.

Tais modificações, no entanto, não serão automáticas. Existe uma extensa agenda de questões e desafios que se apresentam aos fundos de pensão brasileiros. É importante que se invista ainda mais em gestão e conhecimento de seu corpo técnico, buscando aperfeiçoar a capacidade de avaliação própria de risco para o acompanhamento de setores, empresas e projetos. A governança corporativa das empresas

a serem apoiadas, bem como a escolha dos sócios – particularmente na implantação de projetos – também são aspectos que devem ser considerados.

Há, em paralelo, forte convergência de interesses entre os fundos de pensão e o BNDES. Os primeiros buscam ativos que lhes assegure rentabilidade de longo prazo capaz de sustentar os benefícios de seus assistidos. O segundo, no seu papel de financiador de longo prazo, apóia não apenas projetos da indústria e da infraestrutura que acelerem o desenvolvimento da economia brasileira, mas também proporciona a estrutura necessária para a abertura de capital das empresas.

Nesse sentido, os projetos de longo prazo tornam-se candidatos naturais à captação desses recursos, em particular os de infraestrutura. Os setores de energia elétrica e rodovias, por exemplo, possuem forte atratividade, uma vez que além de proporcionarem uma rentabilidade mais previsível, possuem fluxos de caixa mais estáveis. Tais investimentos, além de aumentarem a competitividade sistêmica da economia – gerando amplas externalidades positivas – aumentam o potencial de crescimento de longo prazo. Enfim, a atual crise financeira internacional pode trazer novas oportunidades para os fundos de pensão, com efeitos positivos para a economia brasileira.





Se você quer receber os próximos números desta
publicação envie e-mail para
visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br.