

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DEMANDA POTENCIAL POR TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA INDEXADOS A
ÍNDICES DE PREÇOS

Raquel Kneipp
N.º de matrícula: 9616307- 0

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Julho de 2000

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DEMANDA POTENCIAL POR TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA INDEXADOS A
ÍNDICES DE PREÇOS

Raquel Kneipp
N.º de matrícula: 9616307- 0

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

“ Declaro que o presente instrumento é de minha autoria e que não recorri para realizá- lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor!”.

Julho de 2000

“ As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos:

A todos que fizeram este trabalho possível. Em especial:

Demetrius Durante
Edmilson Gama da Silva
Joel Gomes da Silva
José da Cruz
Márcio Garcia
Márcio Guedes
Marcos Aucélio
Ricardo Weiss
Teodoro Messa
Valdery Albuquerque

Agradeço também a meus pais e amigos.
A todos o meu muito obrigado!

ÍNDICE

I-	Introdução	5
II-	A dívida pública e o Mercado por títulos públicos	8
III-	A Demanda por títulos da dívida pública	18
IV-	O Mercado de Previdência Privada Aberta	24
V-	O Mercado de Previdência Privada Fechada	34
VI-	O Mercado de Companhias Seguradoras	40
VII-	O Mercado de Companhias de Capitalização	47
VIII-	Tendências do mercado para os próximos anos	55
IX-	Conclusão	66
X-	Bibliografia	68

I- INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é verificar a existência de uma demanda potencial por títulos da dívida pública. Trata –se de não apenas verificar a existência desta demanda, mas também mensurá-la.

A economia atual mostra um aumento considerável da dívida pública brasileira ao longo dos anos. Esta tem aumentado muito rapidamente. Entretanto, sua maturidade continua extremamente pequena, o que torna-se um grande problema para a economia brasileira.

Assim, uma alternativa, ou seja, uma maneira de se solucionar ou, no mínimo, diminuir o problema seria emitir títulos com a maior maturidade possível. Desta forma, seria possível alongar a maturidade da dívida pública brasileira.

Isto seria viável através da emissão de títulos indexados. Qual, então, deveria ser a proporção ótima de cada título?

A melhor alternativa diante da realidade econômica brasileira, seria emitir títulos indexados a índices de preços.

Portanto, é neste ponto que se estabelece a minha monografia. Trata-se de comprovar a existência de uma demanda potencial por tais ativos por determinados segmentos do mercado.

Há toda uma literatura mostrando que a demanda por títulos da dívida pública existe por certos segmentos do mercado apresentarem seus passivos longos e indexados a índices de preços. Assim, os títulos da dívida pública seriam interessantes na medida em que possibilitariam o casamento entre o ativo e o passivo.

Desenvolverei a minha monografia da seguinte forma. Em primeiro lugar, tratarei brevemente do problema da dívida pública brasileira. Num segundo capítulo, levantarei os motivos principais da existência dessa demanda. Nos capítulos IV, V, VI e VII, através da análise de dados dos potenciais demandadores desses títulos, descreverei seus respectivos mercados. Por fim, dimensionarei o seu valor e sua tendência para os próximos anos.

Concluindo, meu interesse nesta monografia será basicamente dimensionar a demanda potencial por títulos da dívida pública indexados a índices de preços.

II- A DÍVIDA PÚBLICA E O MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS

1- Definição

A dívida pública nada mais é do que o saldo em circulação dos títulos do Governo Federal colocados no mercado interno.

Após os anos 40, vários países adotaram o levantamento de fundos pelo Tesouro com o objetivo principal de financiar tanto os investimentos públicos como também os gastos militares.

Segundo Pinheiro (2000), atualmente os objetivos principais da política econômica brasileira tem sido a consolidação da estabilidade dos preços, o equilíbrio externo e o controle do déficit público. O crescimento da dívida pública torna-se dessa forma uma grande preocupação. Assim, a administração dessa dívida (administração do estoque, taxas e prazos) torna-se de grande importância.

Bevilaqua e Garcia (1999) argumentam que no ambiente econômico atual do Brasil, a dívida pública torna-se uma grande preocupação para os gestores de política econômica por duas razões principais. A primeira é que seu crescimento tem sido muito rápido durante os anos 90. A outra razão é sua maturidade que continua extremamente pequena.

Assim, segundo Bevilaqua e Garcia (1999), a dívida pública tem se mostrado para muitos, de certa forma, uma maneira custosa de se financiar gastos do governo.

Ainda na visão de Pinheiro (2000), o gestor de política da dívida pública seria, desse modo, um minimizador do custo esperado do serviço da dívida. Isso se torna possível através da composição ótima da dívida. Segundo Pinheiro (2000), esta torna-se importante também por razões de credibilidade e sinalização, minimização da volatilidade orçamentária, aumento da liquidez e aumento da informação do mercado.

Na opinião de Pinheiro (2000), em economias que atravessam a transição como a brasileira, alongar os prazos de títulos públicos é uma boa alternativa desde que os benefícios superem os custos do alongamento (altos prêmios de risco dada a incerteza do mercado frente a inflação e aos juros esperados de médio prazo).

2- O mercado de títulos públicos brasileiro ¹

O início do atual mercado de títulos públicos no Brasil foi durante o governo militar em 1960.

O mercado de títulos públicos iniciou com títulos indexados nos anos 60. Somente em 70, títulos não indexados foram emitidos. Foi possível assim, o desenvolvimento desse mercado durante os anos inflacionários com os quais convivemos.

A demanda por títulos da dívida pública superou em muito as expectativas e as necessidades financeiras do governo. O excesso de demanda foi responsável nestes anos pelo financiamento de inúmeros projetos de desenvolvimento de nosso governo durante os anos 70.

Nos anos 80, esta realidade mudou. Conhecida como a década perdida, esta década experimentou a estagnação econômica, a alta inflação e a diminuição do investimento tanto público quanto privado. A máquina do desenvolvimento estagnou. Nesta época, uma inevitável consequência foi o não cumprimento da dívida pública

Em 1994, houve a introdução da nova moeda: o Real. A política econômica foi capaz de transformar o que parecia impossível. Finalmente, passamos a uma realidade de inflação

condizente com os parâmetros normais, uma inflação de no máximo dois dígitos ao ano. Dada essa nova realidade, tanto a estrutura da dívida quanto o seu tamanho mudaram.

Analisando a evolução da dívida pública fica claro e evidente, a tendência ascendente da dívida pública nestes. Sua razão em relação ao PIB praticamente quadruplicou em menos de três anos(94- 96).

No que tange à sua estrutura, a parte não indexada era responsável por 30- 40% entre os anos de 94 e 95. A partir de 95, os títulos não indexados passaram a aumentar, chegando a representar 60% em 96.

O aumento da oferta de títulos públicos não indexados foi possível até 97, quando os títulos não indexados passaram a representar 50% da dívida pública dada a queda da maturidade da dívida com a crise. Após a crise da Rússia em 98, este número caiu ainda mais chegando a aproximadamente 3,5%. Os gestores de política econômica decidiram pela emissão apenas de títulos indexados. Em 1999, com todas as mudanças ocorridas, houve novo aumento da parte da dívida não indexada.

Por outro lado, os títulos públicos indexados a índices de preços, diminuiu continuamente desde a introdução do Plano Real. Esta correspondeu a uma decisão do Banco Central de parar de emitir títulos indexados dado que esses seriam considerados inflacionários.

Os títulos indexados a taxa de câmbio eram responsáveis por uma parcela de mais ou menos 10% da dívida total até agosto de 95. Esta proporção aumentou consideravelmente com as Crises da Ásia em 97 e da Rússia em 98. Isto mostra que os agentes estariam se assegurando contra a desvalorização prevista. Com a desvalorização no início de 99, esta taxa pulou para 30%. Esta, porém, é totalmente relacionada a taxa de câmbio. Sempre que há uma tendência ou mesmo uma desvalorização, há uma pressão da demanda e o governo é obrigado a emitir títulos indexados a taxa de câmbio. Por outro lado, quando a moeda tende a apreciar ou mesmo aprecia a tendência é contrária.

Finalmente, a parte dos títulos indexados a taxa de juros de curto prazo era de aproximadamente 25% no primeiro ano do Plano Real. Esta tem oscilado bastante nos últimos anos. Desde a implantação do Real, seu comportamento tem sido totalmente inconstante.

A estrutura da maturidade da dívida pública também se alterou durante o Plano Real. A maturidade média da dívida total tem crescido substancialmente em termos relativos, embora continue muito pequena em termos absolutos.

3- A Política Monetária atual

Segundo Pinheiro (2000) durante os últimos anos, o principal objetivo da política econômica tem sido a consolidação da estabilidade monetária. Embora os resultados tenham sido positivos no combate à inflação, a estabilidade ainda não se consolidou.

Ainda segundo Pinheiro (2000), frente a todo esse cenário macroeconômico, foram tomadas medidas importantes no que se refere a gestão da dívida. As principais mudanças em torno da administração desta foram: ampliação de prazos, redução de custos para o Tesouro, desindexação e melhora nas condições de refinanciamento da dívida.

Na opinião de Pinheiro (2000), os prazos médios da dívida pública atualmente apresentam tendência ascendente. Observa-se vigoroso crescimento do prazo médio da dívida.

Pinheiro (2000) “Até o presente momento, a estabilidade dos preços, por si só, não tem sido capaz de conferir ao setor público brasileiro a credibilidade necessária para que os agentes privados passem a encarar o título público de longo prazo como uma alternativa segura de aplicação de riqueza. Isso se deve ao fato de que essa credibilidade foi arranhada por diversas vezes na história recente da economia brasileira. (...) Desde o final dos anos 70, a dívida pública sofre desvalorizações periódicas, acarretando perdas patrimoniais aos

agentes privados. Uma consequência disso é a relutância dos agentes em subscreverem títulos de longo prazo (...).”

Dada a necessidade de rapidamente se aumentar a maturidade da dívida brasileira, uma política interessante seria estimular a emissão de títulos indexados a índices de preços.

Para Bevilaqua e Garcia (1999) para se determinar a composição ótima da dívida pública deve-se levar em conta dois pontos. Em primeiro lugar, deve-se determinar quanto emitir de títulos não indexados e quanto emitir de títulos indexados. Em segundo lugar, deve-se determinar quanto de cada título indexado emitir.

A solução para se aumentar a maturidade da dívida, segundo Bevilaqua e Garcia (1999), seria emitir títulos indexados. Isso porque títulos não indexados requerem um alto prêmio de risco para serem emitidos.

Entretanto, quanto de cada título indexado deve ser emitido?

Como já mencionado anteriormente, segundo Bevilaqua e Garcia (1999), não se trata de uma boa alternativa a emissão de títulos indexados a taxa de câmbio. Isto porque o cenário internacional não se encontra entre os mais estáveis. O fantasma das crises continua rondando as economias atuais.

Títulos indexados a taxa de juros de curto prazo também não constituem uma boa alternativa, segundo Bevilaqua e Garcia (2000). Segundo eles, isto acabaria por reduzir a credibilidade na política econômica dado que os gestores de política econômica estariam expostos a escolhas entre uma taxa de juros mais alta para conter a inflação e o impacto no orçamento do governo com uma taxa mais alta.

Desse modo, a melhor instrumento a ser utilizado, a melhor maneira de se alongar a maturidade da dívida pública é emitir títulos indexados a índices de preços, aumentar o montante da dívida pública indexado a índice de preços. A maior objeção neste sentido é que essa alternativa pode conduzir a efeitos inflacionários.

Na composição da dívida pública atual, a parte desta indexada a índice de preços é ínfima. Esta prática é resultado de uma decisão política durante o Plano Real de se conter a inflação a todo custo.

A solução estaria em reverter esta situação o quanto antes. É evidente a existência de um mercado por estes. Há inegavelmente uma demanda reprimida por títulos indexados a índices de preços. Mais do que isso, há inegavelmente uma demanda natural por títulos da dívida pública indexados a índices de preços.

Entretanto, Bevilaqua e Garcia (1999) afirma que é evidente que se o Plano continuar a atingir grandes resultados na união entre crescimento e baixa inflação, a composição da

dívida deverá aumentar a proporção de títulos não indexados. Dado que isso não seria possível no curto prazo, a indexação da dívida a índices de preços representa a melhor alternativa na tentativa de se alongar a maturidade da dívida pública brasileira.

Portanto, a rolagem da dívida pública deve ser feita através da emissão de **títulos indexados a índices de preços**, aumentando a maturidade da dívida pública brasileira.

Dívida Mobiliária Interna Federal (R\$ Milhões)
Participação percentual por indexador

Anos	Em poder do público	Índice de correção			Over/ Selic	IGPDI	Prefixado	TBF	TJLP
		Câmbio	TR	IGPM					
1993	4.988	17,3	10,5	42,1	3,8	-	26,4	-	-
1994	61.782	8,3	23,0	12,5	16,0	-	40,2	-	-
1995	108.486	5,3	9,0	5,3	37,8	-	42,7	-	-
1996	176.211	9,4	7,9	1,8	18,6	-	61,0	-	1,4
1997	255.509	15,4	8,0	0,3	34,8	-	40,9	-	0,6
Jan/98	266.074	15,7	7,2	0,3	34,9	-	41,3	-	0,5
Fev/98	271.450	15,8	6,8	0,3	31,8	-	44,8	-	0,5
Mar/98	287.814	15,1	5,7	0,3	27,8	-	50,7	-	0,4
Abr/98	290.893	16,9	4,9	0,4	23,8	-	53,6	-	0,4
Mai/98	294.260	17,7	4,9	0,4	21,1	-	55,6	-	0,3
Jun/98	297.002	16,5	4,9	0,4	42,7	-	35,1	-	0,3
Jul/98	304.873	17,2	4,8	0,5	55,3	-	21,9	-	0,3
Ago/98	302.278	19,4	4,9	0,5	62,0	-	13,0	-	0,2
Set/98	292.729	21,4	4,9	0,6	65,7	-	7,0	-	0,3
Out/98	314.325	21,1	4,7	0,9	58,8	-	14,2	-	0,3
Nov/98	319.927	21,0	5,4	0,8	64,3	0,1	8,2	-	0,3
Dez/98	323.860	21,0	5,4	0,3	69,1	0,1	3,5	0,5	0,2
Jan/99	364.478	30,4	4,5	0,3	57,9	0,1	6,0	0,7	0,2
Fev/99	379.522	29,9	4,4	0,3	57,2	0,0	7,4	0,6	0,2
Mar/99	365.649	25,5	4,0	0,2	68,2	0,0	1,2	0,7	0,2
Abr/99	365.297	24,6	4,0	0,2	67,3	0,0	3,0	0,7	0,2
Mai/99	372.975	24,8	3,9	0,2	65,0	0,0	5,1	0,7	0,2
Jun/99	383.133	24,0	3,4	0,2	64,0	0,0	8,1	0,1	0,2
Jul/99	384.203	24,3	3,3	0,2	61,3	0,0	10,7	0,0	0,2
Ago/99	401.985	26,1	3,1	0,1	58,8	0,0	11,7	0,0	0,2
Set/99	403.359	26,3	3,0	0,1	59,5	0,0	10,8	0,0	0,1
Out/99	411.840	26,7	3,0	0,1	58,4	0,1	11,6	0,0	0,1
Nov/99	412.568	26,0	3,0	0,1	59,3	0,1	11,3	0,0	0,1
Dez/99	414.901	24,2	3,0	0,3	61,1	2,1	9,2	0,0	0,1
Jan/00	432.004	23,5	2,9	0,3	61,2	2,0	9,9	0,0	0,1

Fonte: Bacen

III- A DEMANDA POR TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA INDEXADOS A ÍNDICES DE PREÇOS¹

No capítulo anterior, através da análise da conjuntura econômica atual, foi possível destacar a necessidade de se alongar a maturidade da dívida pública brasileira. Mostrou-se, ainda, que a melhor forma de fazê-lo seria através da emissão de títulos públicos indexados a índices de preços.

A dúvida de muitos gira em torno do seguinte ponto: Haverá um mercado para estes títulos? Haverá uma demanda potencial por títulos da dívida pública indexados a índices de preços?

É, entretanto, inegável a existência de um mercado por estes. Há inegavelmente uma demanda reprimida por títulos indexados a índices de preços.

Segmentos do mercado como companhias seguradoras, fundos de pensão e companhias de capitalização constituem essa demanda potencial.

A razão para tais investidores institucionais apresentarem interesse em títulos públicos indexados é natural. Todos esses segmentos de mercado discriminados anteriormente, possuem seus passivos com caráter longo e ainda indexados a índices de preços. Dessa forma, os títulos funcionariam como um hedge para estes.

Este seria, portanto, o nicho de mercado para títulos indexados a índices de preços.

Em qualquer economia, a demanda por ativos financeiros é formada por agentes que procuram maximizar o retorno de suas carteiras. Agentes estes que como poupadores de recursos buscam a melhor alocação de seu portfólio. Levam em consideração para isso, suas expectativas e a relação risco retorno.

Podemos considerar como principais tomadores de recursos o próprio governo e empresas públicas e privadas. O interesse nesses casos é financiar seus objetivos sociais. No caso do governo brasileiro, o interesse é ainda alavancar recursos para honrar com dívidas adquiridas.

Por outro lado, como principais ofertantes de recursos, os poupadores são representados tanto por pessoas físicas quanto jurídicas. As pessoas físicas corresponderiam a parte de poupança popular e segmentos de maior nível de renda. Já as

peças jurídicas corresponderiam às empresas fornecedoras de recursos. Bancos seriam um exemplo, mas o foco principal encontra-se nos investidores institucionais, ou seja, nas entidades de previdência privada fechadas, as entidades de previdência privada abertas, nas companhias seguradoras e nas companhias de capitalização.

A principal característica dessas entidades é o fato de agregarem poupança de vários segmentos da população brasileira. Agregadamente, o total das reservas dessas entidades ultrapassa R\$120 bilhões.

Do ponto de vista operacional, as entidades fechadas de previdência privada são reguladas e fiscalizadas por normas do Ministério da Previdência e Assistência Social, através da Secretaria de Previdência Complementar. No caso das entidades abertas de previdência privada, companhias seguradoras e companhias de capitalização, a regulação e a fiscalização é feita pelo Ministério da Fazenda, através da Superintendência do Seguro Privado, SUSEP.

A escolha por determinado portfólio, nesses casos, segue regras específicas. Existem regras de prudência para aplicação em ativos. Estas são estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.- CMN. O objetivo, neste caso, é criar limites específicos de exposição aos diversos tipos de riscos.

No caso brasileiro, a alocação é feita entre os seguintes ativos: títulos públicos, imóveis, ações, fundos, debêntures etc.

As regras de prudência entre os investidores institucionais diferem. As entidades abertas de previdência privada, companhias seguradoras e as companhias capitalizadoras seguem a resolução 2.286 do CMN de 05 de junho de 1996. Já as entidades fechadas de previdência privada seguem a resolução 2.324 do CMN de 30 de outubro de 1996.

Dadas essas regras, a alocação ótima dos ativos garantidores de reservas técnicas, ou seja, do passivo destas entidades irá depender das condições de mercado, do risco retorno dos diversos ativos, da necessidade de liquidez da entidade e da maturidade dos seus passivos comprometidos, da maturidade de suas obrigações.

Há falhas, entretanto, nas regras de prudência. Uma mesma regra de prudência serve, por exemplo, para alocar passivos comprometidos de entidades seguradoras e entidades de previdência privada abertas. Isto gera ineficiências. Isso porque estes passivos possuem maturidades distintas.

A forma ideal de se identificar a melhor opção para se alocar os ativos é através da análise da maturidade do passivo. Os gestores devem, assim, estar atentos a todos os aspectos que podem influenciar nesta escolha.

Os ativos garantidores de reservas técnicas desses investidores institucionais são alocados entre imóveis, ações, títulos federais etc.

Todas essas entidades têm um objetivo comum: garantir determinada rentabilidade, não se esquecendo, entretanto, de minimizar os riscos de excesso de alavancagem em relação ao patrimônio líquido.

Para que não haja problemas de transparência na hora de se identificar a situação econômica- financeira presente das entidades acima citadas, torna- se necessário precificar adequadamente os seus ativos e passivos de modo a medir o grau de solvência, liquidez. O procedimento ótimo é inscrever os ativos a preços de mercado. O preço de mercado dos ativos, sejam eles títulos públicos, ações, debêntures ou imóveis nada mais é do que o valor presente do fluxo de caixa descontado a determinada taxa intertemporal.

De forma a garantir a transparência e a solvência da empresa, uma melhor alternativa para o administrador de ativos seria o casamento de ativos e passivos. Isto é possível através do uso de uma mesma taxa de desconto tanto no ativo quanto no passivo da empresa.

Neste ponto, títulos de renda fixa seriam interessantes já que tornariam possível o “casamento”.

Desse modo, títulos indexados a índices de preços seriam bem- vindos já que comporiam de forma ótima o ativo, proporcionando o “casamento” seguro com os passivos também compartilhadores da mesma situação.

IV- O MERCADO DE PREVIDÊNCIA PRIVADA ABERTA

O mercado de previdência privada nasceu da necessidade por parte do ser humano de se obter uma fonte segura para sua subsistência de forma a não se distanciar de modo brusco de seu padrão de vida ao, em determinada fase da sua vida, se afastar do mercado de trabalho.

Segundo Dornelles (1998), o mercado de previdência tem longa história. Surge ainda, no período colonial. No entanto, a previdência social surge efetivamente nos anos 20 com as Leis de Acidentes Pessoais e a Lei Eloy Chaves .

A Previdência Estatal não inibiu a Previdência Privada. Não abrangendo todos os trabalhadores no início (autônomos, por exemplo) , abriu espaço para o desenvolvimento deste mercado.

Hoje, apesar da Previdência Social abranger praticamente todas as classes, a Previdência Privada ganhou nova importância. Apresenta-se como forma de complementar a Previdência Social que nada mais é do que uma fonte básica de renda.

Assim, a Previdência Social passou a ser encarada como fonte de preservação dos padrões mínimos de subsistência e a Previdência Privada como fonte complementar para sustentação do padrão de vida do ser humano.

A Previdência Privada se fragmentou em duas classes distintas: a Previdência Privada Aberta e a Previdência Privada Fechada.

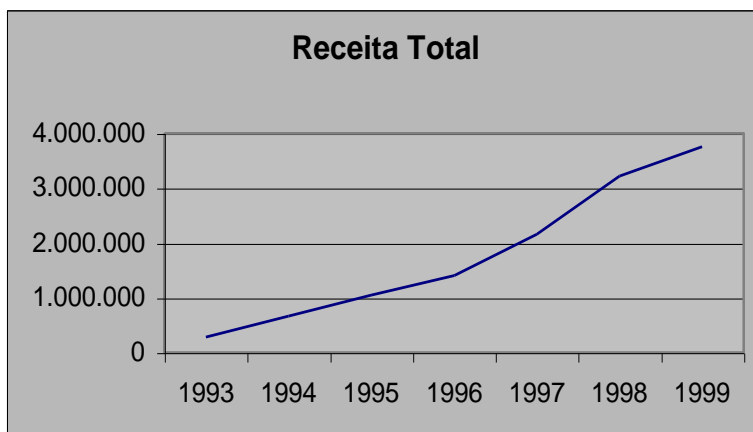
As duas apresentam os mesmos objetivos. A Previdência Privada Aberta é constituída por instituições que tem como objetivo a prestação de benefícios de caráter coletivo ou individual. Apresentam-se, porém, em sua maioria, de caráter individual. O regime é de capitalização. Uma característica essencial é seu caráter facultativo. Finalmente, apresentam-se como instituições com e sem fins lucrativos.

A regulamentação das entidades de Previdência Privada data de 1977, Lei 6435/ 77. No entanto, o crescimento mais intenso só foi verificado nos anos 90, com o Plano Real. Isto porque este proporcionou estabilidade monetária. A tabela abaixo mostra o crescimento deste mercado nos últimos anos.

Fonte- ANAPP

Ano	Receita de Planos Previdenciários	Tx. Cresc.
1993	281.815	-
1994	670.382	137,88%
1995	1.050.181	56,65%
1996	1.405.040	33,79%
1997	2.163.893	54,01%
1998	3.220.051	48,81%
1999	3.758.259	16,71%

*** Valores em R\$ mil



*** Valores em R\$ mil

Esse mercado apresenta grande importância para a economia como um todo dado que é a maior fonte de formação de poupança interna de um país. Apresenta, portanto, atenção especial do governo que tenta assegurar e regulamentar sua existência.

O controle do mercado de previdência privada aberta por parte do governo é feito pelo Ministério da Fazenda através da SUSEP (Superintendência de Seguros Privados).

A resolução 2286 regulamenta a forma pela qual os recursos dessas instituições devem ser alocados. “Os recursos garantidores das reservas técnicas das sociedades seguradoras,

sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada, constituídas de acordo com os critérios fixados pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CSNP), devem ser aplicados conforme as diretrizes desta resolução, de modo a que lhes sejam conferidas segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.”

Nessa resolução, legaliza-se a alocação de 100% das reservas técnicas não comprometidas em títulos públicos. Por outro lado, legaliza-se a alocação de 100% em títulos públicos das reservas comprometidas. Desses, porém, 80%, no mínimo, devem apresentar prazo igual ou inferior a 12 meses.

O objetivo básico de um fundo de pensão é obter retornos competitivos . Trata-se, portanto, de uma necessidade de se otimizar risco e retorno. Desse modo, torna-se necessário, a administração adequada de seus custos e, ainda, de seus riscos.

A alocação eficiente dos ativos diverge entre os países. Como dito anteriormente, a alocação eficiente pressupõe o maior retorno ao menor risco possível.

Os responsáveis por tais alocações consideram três pontos basicamente: Taxa de desconto do passivo, o retorno do ativo e o horizonte de tempo das aplicações.

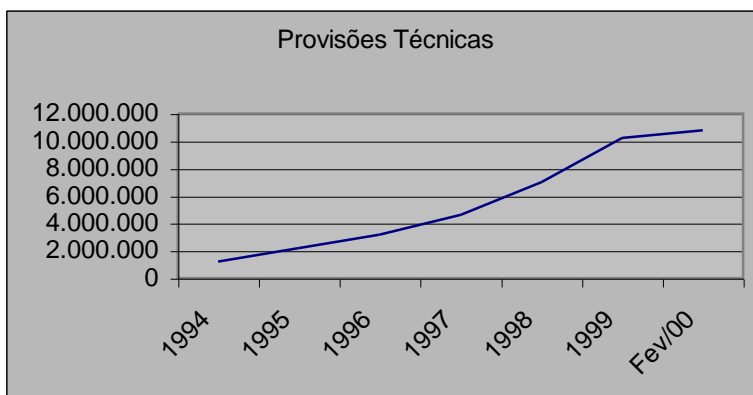
A tabela e o gráfico abaixo apresentam as Provisões Técnicas do mercado de Previdência Privada Aberta para os últimos anos. Essas atingiram o montante de R\$

10.221.552.000 no ano de 99. A previsão é que ultrapassem a casa dos R\$ 15 bilhões esse ano se acompanhar a tendência de crescimento dos últimos anos.

Fonte- FENASEG

Ano	Provisões Técnicas
1994	1.230.848
1995	2.178.692
1996	3.189.769
1997	4.616.406
1998	6.988.641
1999	10.221.552
Fev/00	10.799.846

*** Valores em R\$ mil



*** Valores em R\$ mil

No Brasil, segundo Ricardo Weiss, assessor do vice- presidente do BNDES, os passivos dos fundos de pensão são descontados a uma taxa real de 6- 7,5% a.a. Considerando- se os retornos dos principais ativos, observa- se a rentabilidade aproximada de 12- 30 % deflacionados pelo IGPM dos fundos de renda fixa nos últimos anos. O resultado é uma alta concentração dos investimentos dos fundos de pensão em renda fixa.

Os ativos de renda fixa, entretanto, apresentam prazo médio muito curto. Nosso cenário de alta inflação durante longo período, provocou uma busca por tais ativos. Apesar da queda da inflação, os juros continuam altos. Aplicações continuam predominantemente curtas.

Por outro lado, os passivos dos fundos de pensão apresentam horizonte bastante longo. O financiamento do passivo pode chegar a 30 anos. Como consequência, ocorre um descasamento.

De acordo com Ricardo Weiss, em países como os EUA, esse descasamento não ocorre. Há uma concentração inerente em ações. Isso porque as taxas de desconto do passivo dos fundos de pensão encontram-se de 9- 11%. De modo a se cobrir as exigibilidades atuariais, há uma concentração em ativos com retornos crescentes. Os títulos públicos, apesar do risco zero, apresentam rentabilidade baixa. Apenas 5% a.a. Apesar das ações apresentarem alto risco, esses ativos possuem prazo também longo, o que evita o descasamento.

Ainda segundo Ricardo Weiss, a alocação adequada dos ativos é responsável por grande parte do desempenho dos fundos de pensão. Uma boa alocação, uma alocação eficiente, proporciona custos menores e benefícios maiores para o segurado.

Uma interessante alocação para esse mercado seria, assim, uma alocação em ativos de caráter longo e com rentabilidade coerente com as exigibilidades atuariais. Esses seriam os títulos públicos indexados a índices de preços.

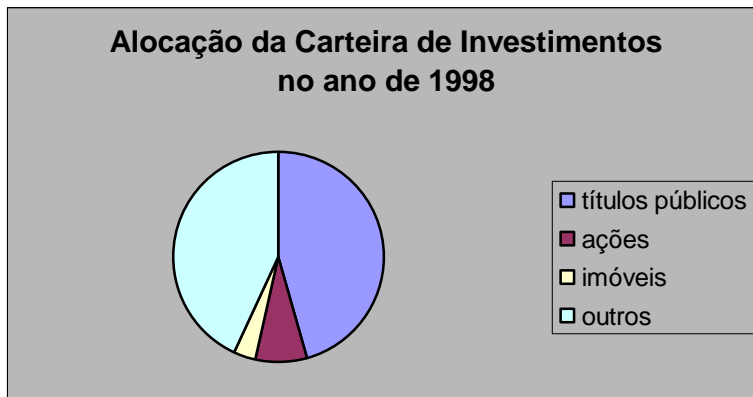
A carteira de investimentos para esse mercado se comporta de acordo com a tabela abaixo.

Fonte- ANAPP

Ano	Carteira de Investimentos	Tx. Cresc.
1993	1.575.000	-
1994	3.017.627	0,92
1995	3.539.466	0,17
1996	4.605.287	0,30
1997	6.254.606	0,36
1998	8.267.257	0,32
1999	12.447.397	0,51

*** Valores em R\$ mil

Analisando a carteira de investimento desse setor no ano de 98, conclui-se que 45,63% foi alocado em títulos públicos, 7,95% em ações, 3,50% em imóveis e o restante em outros ativos. Houve, portanto, uma alocação de quase 4 bilhões em títulos da dívida pública dos mais diversos tipos.



Fonte: ANAPP

Dado que os títulos públicos indexados a índices de preços seriam os mais indicados para tal mercado, todos esses 4 bilhões em 98 poderiam ter sido alocados nesses títulos.

Considerando uma alocação de mesmo peso para o ano de 99, observa-se um montante de aproximadamente 6 bilhões em títulos públicos.

A massa abrangida pelo mercado de previdência privada aberta no Brasil é ainda muito pequena, segundo dados da ANAPP. Esse número é muito baixo tomando-se como base a nossa população total, o que evidencia a presença de grande mercado a ser explorado.

Dado que espera-se um grande crescimento para os próximos anos (há um grande potencial a ser explorado neste mercado), este número só tende a aumentar.

Conclui-se, assim, que há um grande mercado, uma grande demanda a ser alocada em títulos da dívida pública indexados a índices de preços. Demanda esta potencial e que só tende a crescer nos próximos anos.

Comparativo entre os Planos de Previdência Privada

	Benefício Definido
Empresa ou instituição autorizada a operar	Seguradoras, Empresas Abertas de Previdência Privada, Fundos de Pensão
Rendimento Mínimo	6% ao ano, além da variação do IGPM
Excedentes Financeiros	Parcialmente revertidos aos clientes
IR Ganho de Capital	Não há
Aplicação dos Recursos	Não permite participação dos clientes
Benefício Fiscal - IR	Nas contribuições, abate até 12% da renda anual. No resgate ou no recebimento de benefícios tributados na fonte.
Benefícios	Valor definido na data de contratação do plano. A partir da concessão, atualizado por índice em contrato.

	Contribuição Definida ou Variável
Tradicional	
Empresa ou instituição autorizada a operar	Seguradoras, Empresas Abertas de Previdência Privada, Fundos de Pensão
Rendimento Mínimo	6% ao ano, além da variação do IGPM
Excedentes Financeiros	Parcialmente revertidos aos clientes
IR Ganho de Capital	Não há
Aplicação dos Recursos	Não permite participação dos clientes
Benefício Fiscal - IR	Nas contribuições, abate até 12% da renda anual. No resgate ou no recebimento de benefícios tributados na fonte.
Benefícios	Calculado ao final do período de contribuição pela reserva acumulada, juros e tábua biométrica contratada. A partir da concessão, atualizado por índice de preços definido em contrato.

FAPI	
Empresa ou instituição autorizada a operar	Bancos, Seguradoras, Corretoras
Rendimento Mínimo	Não há garantia
Excedentes Financeiros	Totalmente revertidos aos clientes
IR Ganho de Capital	É cobrado
Aplicação dos Recursos	Os clientes podem escolher as aplicações, conforme seu perfil
Benefício Fiscal - IR	Nas contribuições, abate até 12% da renda anual. No resgate ou no recebimento de benefícios tributados na fonte.
Benefícios	Calculado ao final do período de contribuição pelo montante acumulado no fundo exclusivo, juros e tábua biométrica contratada. A partir da concessão, atualizado por índice de preços definido em contrato.

PGBL	
Empresa ou instituição autorizada a operar	Seguradoras, Empresas Abertas de Previdência Privada, Fundos de Pensão
Rendimento Mínimo	Não há garantia
Excedentes Financeiros	Totalmente revertidos aos clientes
IR Ganho de Capital	Não há
Aplicação dos Recursos	Os clientes podem escolher as aplicações, conforme seu perfil
Benefício Fiscal - IR	Nas contribuições, abate até 12% da renda anual. No resgate ou no recebimento de benefícios tributados na fonte.
Benefícios	Calculado ao final do período de contribuição pelo montante acumulado no FIF exclusivo, juros e tábua biométrica contratada. A partir da concessão, atualizado por índice de preços definido em contrato.

FONTE: SASSE

V- O MERCADO DE PREVIDÊNCIA PRIVADA FECHADA

A década de 70 marca o início da expansão das entidades de Previdência Privada Fechada.

O setor de Previdência Privada Fechada é formado por instituições que operam dentro de uma empresa ou grupo de empresas. Os planos são de caráter coletivo.

Assim como as entidades de Previdência Privada Aberta, as entidades de Previdência Privada Fechada visam complementar a Previdência Social. Apresentam-se desta forma como facultativas.

O regime adotado por estas entidades é mais uma vez o regime de capitalização.

O mercado de previdência privada fechada representa uma significativa fração da economia brasileira. O setor é composto principalmente por 308 entidades, compreende

uma população de aproximadamente 2 milhões de pessoas e acumula patrimônio superior a 115 bilhões de reais. Este setor, no entanto, só tende a crescer. Segundo Rabelo (2000), a população envolvida não representa 3% de nossa população economicamente ativa, enquanto em países como os Estados Unidos e o Reino Unido mais da metade da população participa deste mercado. Ainda, o patrimônio representa aproximadamente 10% do PIB, enquanto nos Estados Unidos esse mesmo mercado representa 70- 85% do PIB.

O mercado de Previdência Privada Fechada assim como o de Previdência Privada Aberta, é assistido de forma minuciosa pelo governo. Isso principalmente devido a importância econômica deste setor. A poupança interna gerada por este setor é de grande montante. O órgão responsável por tal controle é o Ministério da Previdência e Assistência Social através da Secretaria de Previdência Complementar.

Há evidentemente uma sub- utilização deste mercado . Nota- se uma necessidade de se incentivar a expansão deste sistema, uma necessidade de criação de incentivos para que as empresas criem planos fechados de previdência fechada. Enfim, há uma necessidade de se incentivar este mercado dada sua representatividade para a economia de um país.

Ainda segundo Rabelo (2000), países como, EUA e Reino Unido, apresentam os sistemas de Previdência Privada mais desenvolvidos do mundo. Modelos estes, exemplos de sistemas a serem seguidos por países que como o Brasil, possuem sistemas ainda muito incipientes.

Os gestores deste mercado devem procurar investir onde os retornos se apresentem em níveis elevados, porém dentro de níveis toleráveis de risco.

A legislação responsável por tal alocação neste mercado é a 2720. “Os recursos garantidores das reservas técnicas das entidades fechadas de previdência privada, constituídas de acordo com os critérios fixados pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar, bem como aqueles de qualquer origem ou natureza, correspondentes as demais reservas, fundos e provisões, devem ser aplicados, conforme as diretrizes deste Regulamento, tendo presentes as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez”.

De acordo com esta resolução, as provisões técnicas sejam elas comprometidas ou não, podem ser 100% alocadas em títulos públicos.

Portanto, esta resolução legaliza uma alocação total das provisões técnicas em títulos da dívida pública.

Mais uma vez, os títulos da dívida pública indexados a índices de preços se apresentam como títulos ótimos. Isso porque os passivos destas, também como no caso das entidades abertas de previdência privada, são descontados a uma taxa de 6- 7,5% a.a. e possuem um horizonte de até 30 anos. Os títulos públicos indexados a índices de preços com sua

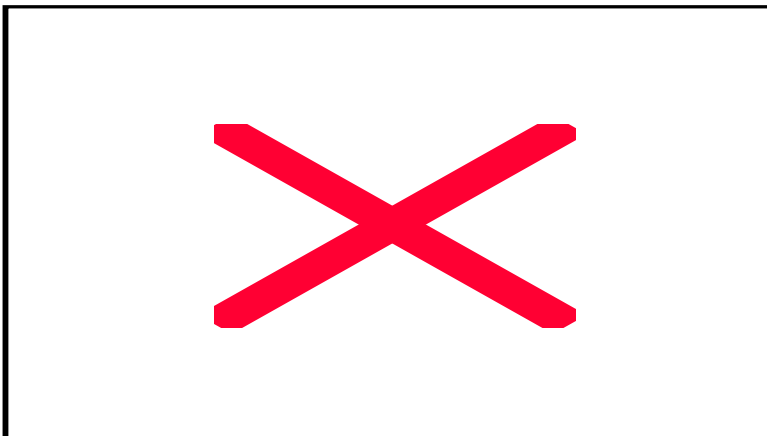
rentabilidade numa faixa de 12- 30% reais e ainda com sua característica de longo prazo, são capazes de promover, desse modo, o casamento entre o ativo e o passivo destas instituições.

A tabela e o gráfico abaixo descrevem o comportamento da carteira de investimentos deste setor nos últimos anos.

Fonte- ABRAPP

Ano	Carteira de Investimentos	Tx. Cresc.
1994	46.488	-
1995	57.461	23,60%
1996	71.672	24,73%
1997	86.861	21,19%
1998	90.757	4,49%
1999	115.124	26,85%

*** Valores em R\$ Mil



*** Valores em R\$ Mil

A alocação destes recursos foi feita nos últimos anos segundo tabela abaixo.

Carteira Consolidada por tipo de aplicação (R\$ milhões)

Fonte- ABRAPP

	94	%	95	%	96	%
Ações	18.177	39,10%	16.923	29,45%	22.162	30,92%
Imóveis	6.692	14,39%	8.548	14,88%	9.225	12,87%
Depósito a prazo	5.334	11,47%	8.367	14,56%	6.891	9,61%
Fundos de investimento- RV	5.779	12,43%	6.826	11,88%	12.064	16,83%
Fundos de investimento- RF	ND	-	ND	-	1.832	-
Empréstimo a participantes	887	1,91%	1.067	1,86%	1.592	2,22%
Financiamento imobiliário	2.145	4,61%	3.328	5,79%	3.688	5,15%
Debêntures	862	1,85%	2.992	5,21%	3.446	4,81%
Títulos Públicos	1.771	3,81%	2.557	4,45%	4.115	5,74%
Outros	1.201	2,58%	1.445	2,51%	1.704	2,38%
Operac. C/ patrocinadoras	3.642	7,83%	5.408	9,41%	4.954	6,91%
Total	46.490	100,00%	57.461	100,00%	71.673	100,00%

	97	%	98	%	99	%
Ações	24.724	28,46%	17.465	19,24%	30.259	26,28%
Imóveis	9.038	10,41%	9.684	10,67%	10.110	8,78%
Depósito a prazo	6.623	7,62%	8.818	9,72%	5.313	4,62%
Fundos de investimento- RV	16.729	19,26%	20.648	22,75%	36.423	31,64%
Fundos de investimento- RF	9.302	10,71%	9.214	10,15%	14.066	12,22%
Empréstimo a participantes	1.623	1,87%	1.740	1,92%	1.805	1,57%
Financiamento imobiliário	3.923	4,52%	4.021	4,43%	3.868	3,36%
Debêntures	3.384	3,90%	3.229	3,56%	2.892	2,51%
Títulos Públicos	3.240	3,73%	5.918	6,52%	7.307	6,35%
Outros	1.878	2,16%	2.382	2,62%	3.011	2,62%
Operac. C/ patrocinadoras	6.396	7,36%	7.637	8,41%	70	0,06%
Total	86.860	100,00%	90.756	100,00%	115.124	100,00%

Observa-se, assim, uma alocação na ordem de apenas 6,52% em títulos públicos em 98 e uma alocação na ordem de 6,35% em 99. Esta corresponde, assim, a uma alocação na ordem de aproximadamente R\$ 7 bilhões em títulos da dívida pública no ano de 99.

Considerando a alocação total em renda fixa, esta apresentaria-se em cerca de 30%. A alocação em renda variável apresentaria-se em cerca de 32% e a alocação em ações em cerca de 26%. Esta alocação não deixa de ser uma forma curiosa.

Apresentando uma carteira de R\$ 115 bilhões em 99, a alocação de cerca de 7 bilhões em títulos da dívida pública ainda é muito pequena. Há, ainda, um grande espaço a ser explorado.

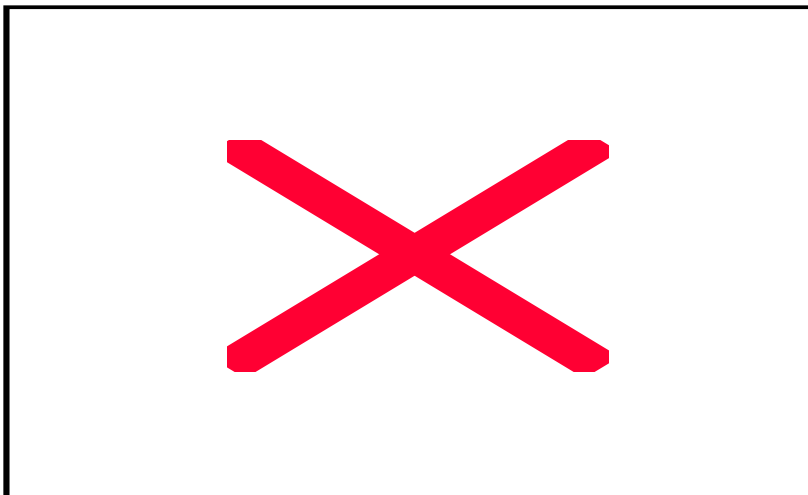
Considerando-se um crescimento na ordem de 20% para a carteira de investimentos desse mercado, estima-se uma carteira de, no mínimo, R\$138 bilhões em 2000.

A conclusão é que, apesar de um mercado muito sub-explorado, o volume manipulado por este, apresenta-se de grande importância economicamente. Dado que o casamento entre o ativo e o passivo apresenta-se de grande valia, verifica-se mais uma vez, uma demanda potencial por títulos da dívida pública indexados a índices de preços.

VI- O MERCADO DE COMPANHIAS SEGURADORAS

Desde o ano de 1994, com a implantação do Plano Real, o mercado segurador tem experimentado crescimento inédito. A estabilidade econômica é o principal fator responsável por tal crescimento.

O gráfico abaixo descreve o crescimento do Prêmio Total neste mercado ao longo dos dois últimos anos.



*** Valores em R\$ Mil

O crescimento do mercado segurador, tem sido positivo, acompanhando a tendência do PIB. No entanto, seu crescimento ao longo dos anos tem superado em muito o crescimento do PIB brasileiro, chegando a, em 1997, atingir o dobro do crescimento do PIB brasileiro.

Fonte- Fenaseg

	Prêmio Total	Tx. Cresc. (%)	PIB	Tx. cresc. (%)	Partic. no PIB
1995	14.045.692	-	646.191.517	-	2,17%
1996	15.111.130	7,59%	778.886.727	20,53%	1,94%
1997	18.394.997	21,73%	864.111.026	10,94%	2,13%
1998	19.395.279	5,44%	899.814.132	4,13%	2,16%
1999	20.324.678	4,79%	901.000.000	0,13%	2,26%

*** Valores em R\$ Mil

Analisando a tabela anterior, percebe-se a alta sensibilidade do mercado segurador em relação ao PIB. Confirma-se assim, o princípio geral vigente no mercado de uma tendência sempre paralela dos prêmios de seguros e do PIB. Este princípio diz que quando o PIB cresce, a captação dos prêmios de seguros cresce ainda mais. Já quando o PIB decresce, a diminuição, do mesmo modo, também é maior. Portanto, a elasticidade, neste mercado, apresenta-se alta.

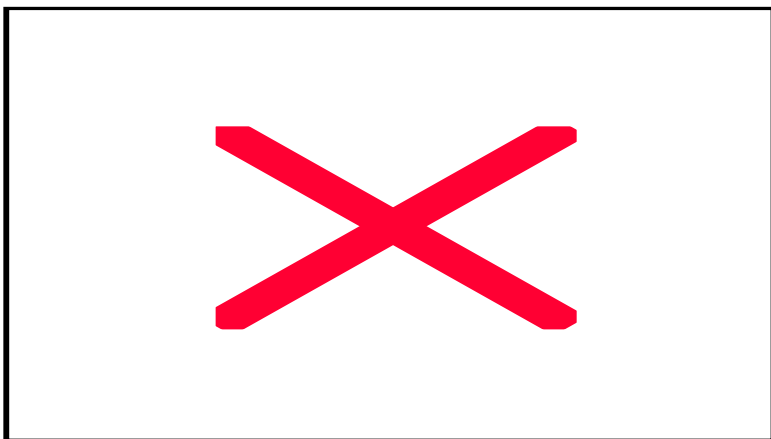
Os ramos de maior peso neste mercado, segundo a SUSEP, são o setor de automóvel, vida e saúde. O primeiro, responde por uma fatia de 31% do mercado; o segundo, responde por uma fatia de 17% e o terceiro, por uma fatia de 24%. Os demais, ou seja, o setor de riscos diversos, incêndio, acidentes pessoais, DPVAT, habitacional e transportes respondem pelos 28% restantes.

Do mesmo modo, o comportamento das provisões técnicas desse mercado também apresentaram tendência crescente, conforme tabela abaixo.

Fonte- Fenaseg

	Provisões Técnicas	Tx. Cresc.
1994	4.435.635	-
1995	4.796.770	8,14%
1996	5.154.243	7,45%
1997	6.321.776	22,65%
1998	7.158.719	13,24%
1999	8.789.891	22,79%
Jan/00	7.572.269	-

*** Valores em R\$ Mil



*** Valores em R\$ Mil

Também neste mercado há uma preocupação em se combinar risco e retorno. Deve-se, assim, procurar o maior retorno ao menor risco possível.

O mercado segurador é controlado pela SUSEP. A resolução responsável pela alocação dos fundos das companhias seguradoras é a 2286 do Banco Central. Esta, como enfocado anteriormente, legaliza alocação de até 100% das reservas comprometidas e não comprometidas em títulos da dívida pública, sendo que 80% das reservas comprometidas deveriam ser alocadas em títulos com prazo igual ou menor do que 12 meses.

A tabela a seguir mostra a alocação das provisões técnicas no ano de 99. Notar, entretanto, que as provisões técnicas, nesse caso, englobam os números de previdência aberta dado que muitas seguradoras operam neste ramo. Não há uma separação.

Ativos Garantidores das Provisões Técnicas do Mercado Segurador

Fonte- SUSEP

1999

Aplicações

Renda Fixa	Valor	
Prov. Téc. Não Comprometidas	5.503.468	
Prov. Téc. Comprometidas	1.140.406	
Total	6.643.874	0,43

Renda Variável	Valor	
Prov. Téc. Não Comprometidas	835.290	
Prov. Téc. Comprometidas	285.955	
Total	1.121.245	0,07

Imóvel	Valor	
Prov. Téc. Não Comprometidas	388.219	
Total	388.219	0,03

Títulos Públicos	Valor	
Prov. Téc. Não Comprometidas	5.196.891	
Prov. Téc. Comprometidas	2.150.692	
Total	7.347.583	0,47

Total	Valor
Prov. Téc. Não Comprometidas	11.923.868
Prov. Téc. Comprometidas	3.577.053
	15.500.921

*** Valores em R\$ mil

Ativos Garantidores das Provisões Técnicas do Mercado Segurador- 1999

Fonte- SUSEP

Renda Fixa	Prov. Técnicas Não Comprometidas	Prov. Técnicas Comprometidas	
Certificado de Depósito Bancário	107.732	144.768	252.500
Certificado de Privatização	327	0	327
Debêntures	93.436	0	93.436
Fundo de Aplic. Em Quota Fundo Inv. R. Fixa	1.172.630	99.377	1.272.006
Letras de Câmbio	0	29	29
Letras Hipotecárias	0	8.537	8.537
Notas Promissórias	6.395	0	6.395
Outras Aplicações	0	0	0
Quotas Fundos Invest. Financeiro- R. Fixa	4.021.556	886.000	4.907.556
Recibo de Depósito Bancário	1.539	1.695	3.234
Títulos da Dívida Agrária	20.117	0	20.117
Total	5.503.468	1.140.406	6.643.874

Renda Variável	Prov. Técnicas Não Comprometidas	Prov. Técnicas Comprometidas	Total
Ações- Capital Aberto Privado Nacional	803.328	183.736	987.064
Ações- Outras Empresas de Cap. Aberto	7.205	102.219	109.424
Ações de Cias Fechadas do PND	24.757	0	24.757
Total	835.290	285.955	1.121.245

Imóvel	Prov. Técnicas Não Comprometidas	Prov. Técnicas Comprometidas	Total
Direitos Resultantes de Venda de Imóveis	0	0	0
Imóveis (Líquido de Depreciação)	382.325	0	382.325
Terrenos	5.894	0	5.894
Total	388.219	0	388.219

Títulos Públicos	Prov. Técnicas Não Comprometidas	Prov. Técnicas Comprometidas	Total
------------------	----------------------------------	------------------------------	-------

	Comprometidas	Comprometidas	
Bônus Banco Central	4.170	1.338	5.508
Bônus do Tesouro Nacional	3.862	11.092	14.954
Letras do Banco Central	5.601	580	6.181
Letras do Tesouro Nacional	17.696	17.684	35.380
Letras Financeiras do Tesouro	3.469.431	1.635.264	5.104.695
Nota do Banco Central	20.374	148.665	169.039
NTN- Notas do Tesouro Nacional	1.675.756	336.069	2.011.825
Total	5.196.890	2.150.692	7.347.582

*** Valores em R\$ mil

Os dados anteriores revelam uma tendência de aplicação de aproximadamente 90% em renda fixa.

Apesar dos títulos públicos representarem 47% das provisões técnicas, caracterizando a maior fonte de investimento neste mercado, há espaço para um aumento ainda significativo. Direta ou indiretamente, haveria perto de 90% com possibilidade de migração para tal investimento.

Segundo José da Cruz da Aetna, a alta alocação em renda fixa é resultado deste mercado apresentar a maior liquidez. O mercado de ações brasileiro é encarado como extremamente volátil (os fatores internacionais têm mais impacto no seu desempenho do que a rentabilidade das companhias brasileiras).

Ainda segundo ele, o interesse por títulos públicos advém do fato destes cobrirem em 100% as obrigações das seguradoras, possuírem liquidez e apresentarem risco mínimo. As

seguradoras apresentam basicamente dois objetivos: ganho igual ou superior a taxa de inflação; ganho dos investimentos correlacionados ao benefício prometido aos segurados.

Desse modo, os títulos indexados a índices de preços apresentariam-se como a melhor opção.

Segundo executivos desse mercado, haverá grande crescimento deste setor para os próximos anos. Com a retomada do crescimento, o otimismo nesse mercado é evidente.

José da Cruz acredita que na medida em que os papéis emitidos pelo governo federal apresentarem prazo longo (10,20, 30 anos) e remuneração indexada aos benefícios que as seguradoras pagarão no futuro, o crescimento deste mercado será muito grande.

Está ,assim, mais uma vez provada a existência de uma demanda potencial por títulos da dívida pública indexados a índices de preços.

VII- O MERCADO DE COMPANHIAS DE CAPITALIZAÇÃO

Segundo fontes da Federal Capitalização, a capitalização surgiu na França em 1850. A partir do século XX, ganhou mercado nos países latinos. No Brasil, foi introduzida em 1929.

Desde então, cresceu consideravelmente. Sofreu, no entanto, retração durante os anos 50 com a alta inflação e ausência de atualização dos valores poupados. Com a reforma do sistema financeiro nacional e a instituição da correção monetária, revitalizou-se.

Entretanto, o efetivo crescimento tem se verificado a partir dos anos 90. Ainda segundo a Federal Capitalização, os principais fatores para isso têm sido a popularização do produto através da mídia, a atratividade dos prêmios e, principalmente, a estabilização econômica. Esta proporciona uma visão mais clara do futuro.

O Mercado de Capitalização foi criado pelo decreto- lei 261 em 28/02/67.O seu órgão controlador, assim como para o Mercado Segurador, é a SUSEP (Superintendência de Seguros Privados).

Este mercado é bem antigo. Nasceu legalmente na década de 60. No entanto, sua importância tem aumentado significativamente nos últimos anos.

Hoje, segundo Edmilson Gama da Silva da Federal Capitalização, todas as grandes companhias seguradoras operam neste mercado.

O número de empresas operando neste mercado é hoje de vinte empresas.

Este mercado é caracterizado por proporcionar um produto popular. O título de capitalização constitui o primeiro produto financeiro tipicamente a ser adquirido por uma pessoa. Isto acontece, principalmente, por seu caráter simplista. A caderneta de poupança vem logo a seguir por ainda apresentar certa dificuldade para as classes menos esclarecidas.

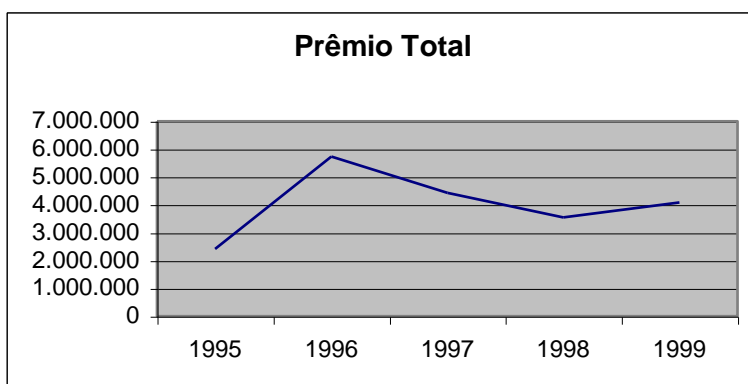
O crescimento deste mercado pode ser analisado segundo o crescimento da produção. A produção neste mercado é dada pelo Prêmio Total do setor. A tabela abaixo, mostra o crescimento deste mercado nos últimos anos.

Fonte- SUSEP

Prêmios	Valores	Tx. cresc.
1995	2.407.792	-
1996	5.736.392	138,24%
1997	4.420.771	-22,93%
1998	3.553.996	-19,61%
1999	4.090.174	-7,48%
Fev/00	651.215	-

*** Valores em R\$ Mil

Nos últimos dois anos, o Prêmio Total se comportou de acordo com o gráfico a seguir.



*** Valores em R\$ Mil

No ano de 1998, o Prêmio total acumulado nos primeiros dois meses atingiu R\$ 585 bilhões. Em 1999, no mesmo período, o total acumulado ficou em R\$ 590 bilhões. O crescimento verificado foi de 1%. Este ano, nos dois primeiros meses o mesmo montante foi de R\$ 651 bilhões, registrando um crescimento na ordem de 10%.

Evidencia-se crescimento intenso neste mercado nos dois primeiros meses de 2000. A expectativa do mercado é de um crescimento contínuo este ano, atingindo ao final a casa dos 15%.

No entanto, não é só a produção que tem atingido um número significativo. O faturamento deste setor também tem sido alto nos últimos anos. Isso mostra um crescimento intenso no tamanho deste mercado no Brasil.

Fonte- SUSEP

Receitas	Valores	Tx cresc.
1994	892.448	-
1995	2.407.792	169,80%
1996	5.736.392	138,24%
1997	4.420.772	-22,93%
1998	3.554.002	-19,61%
1999	4.090.174	15,09%
Jan/00	456.016	-

*** Valores em R\$ mil

Após a implantação do Plano Real, houve um crescimento considerável deste mercado nos anos de 95 e 96, fruto da estabilização econômica. Nos anos de 97 e 98, houve uma perda de fôlego com as crises enfrentadas pela economia brasileira. No ano de 99, entretanto, o crescimento foi significativo (15%) e, espera-se, que nos próximos anos o mesmo aconteça.

As provisões constituem a parte disponível para aplicações de modo a cumprir com as suas obrigações. Esta corresponde a parte a ser alocada pelos administradores de carteira,

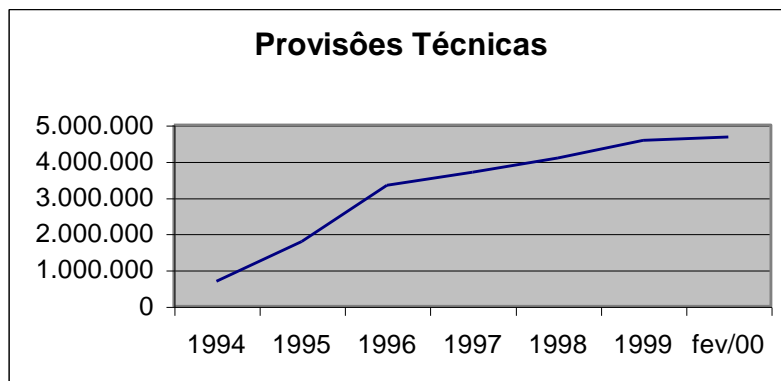
onde eles, como dito anteriormente, devem procurar obter a maior rentabilidade possível ao menor risco possível. Assim, as provisões devem ser alocadas de modo a maximizar o retorno, minimizando o risco.

O comportamento das provisões neste setor tem seguido a tabela a seguir.

Fonte: SUSEP

Provisões	Valores	Tx cresc.
1994	683.488	-
1995	1.789.399	161,80%
1996	3.343.086	86,83%
1997	3.702.060	10,74%
1998	4.087.049	10,40%
1999	4.579.035	12,04%
Fev/00	4.677.132	-

***Valores em R\$ Mil



***Valores em R\$ Mil

Não há uma regra típica de alocação dessas provisões. A única regra formal é a resolução 2286 do Banco Central. Esta tem como meta definir como deverão ser aplicadas as reservas técnicas de tais instituições de modo a se obter segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.

A resolução 2286, dentre outras coisas, regulamenta que 100% dos recursos técnicos das reservas técnicas comprometidas e não comprometidas podem ser alocados em títulos públicos. No entanto, dessas aplicações, 80%, no mínimo, das reservas comprometidas, devem estar representados por títulos com prazo igual ou inferior a doze meses.

Desse modo, esta resolução obriga que 80% das reservas comprometidas seja alocado em títulos de curto prazo, o que impediria uma alocação maior do que 20% apenas dessas reservas em títulos públicos indexados a índices de preços, já que seus prazos seriam de caráter mais longo.

Não há, como no mercado segurador, a alocação dessas provisões nas aplicações disponíveis para este mercado. No entanto, esta distribuição é bem parecida com a do mercado segurador.

Portanto, torna-se possível uma simulação. Levando em consideração que a alocação seria bem similar a do mercado segurador, o resultado para o ano de 99 seria dado pela tabela a seguir.

Simulação

Aplicações	Valores
Renda Fixa	1.968.985
Renda Variável	320.532
Imóvel	137.371
Títulos Públicos	2.152.146
Total	4.579.035

*** Valores em R\$ mil

Dado que as aplicações em renda fixa poderiam ser alocadas para títulos públicos poderíamos dizer que há espaço para 90% das provisões técnicas serem alocadas em títulos públicos, ou seja, R\$ 4 bilhões.

De acordo, com pesquisa de mercado elaborada, não há uma regra de dedo para tal alocação. O mercado tem uma tendência de alocação onde a atitude depende da postura da organização. Quando a organização é mais agressiva, tende a alocar o máximo possível em ações por exemplo, aumentando o seu retorno, mas também o seu risco. Quando a organização é mais conservadora, a preferência se dá por títulos da dívida pública.

O interesse por títulos da dívida pública indexados a índice de preços é evidente. Segundo Edmilson da Federal Capitalização estes apresentam risco soberano e, ainda, boa taxa de juros. Além disso, proporcionam o casamento entre o ativo e o passivo. O índice de remuneração fica igual ao índice de correção (6%).

Ainda segundo ele, entidades como a Federal Capitalização, apresentariam grande interesse em títulos indexados a índices de preços. Compreendendo, fatia substancial desse mercado (10%), esta considera que seria interessante o governo aumentar suas emissões. Os lotes de títulos públicos indexados a índices de preços seriam muito pequenos. Além disso, seus vencimentos, seriam muito concentrados. Esses dois motivos atrapalhariam a alocação em tal aplicação por parte do mercado.

A expectativa de crescimento para o mercado de capitalização para este ano se encontra na casa dos 15%. Crescimento este, assim, alto.

Verifica-se, desse modo, espaço significativo para maiores emissões por parte do Tesouro.

Desta forma, a expectativa de demanda para títulos indexados a índices de preços neste mercado é cada vez maior. Há uma grande evidência de aceitação por títulos públicos indexados a índices de preços neste mercado em razão principalmente deste ser considerado como “free- risk”.

Concluindo, há uma demanda potencial por títulos da dívida pública indexados a índices de preços também neste mercado.

VIII- TENDÊNCIAS DO MERCADO PARA OS PRÓXIMOS ANOS

Nos capítulos anteriores, através da análise dos mercados de previdência aberta e fechada, mercado segurador e mercado de capitalização, verificou-se a existência de uma demanda potencial por títulos da dívida pública indexados a índices de preços. Simplificando, os resultados encontrados para os últimos anos, foram os que seguem abaixo.

Carteira de Investimentos

	1994	1995	1996
Previdência Privada Aberta	3.017.627	3.539.466	4.605.287
Previdência Privada Fechada	46.488.000	57.461.000	71.672.000
Companhias Seguradoras	-	-	15.220.866
Companhias de Capitalização			
Total			

	1997	1998	1999
Previdência Privada Aberta	6.254.606	8.267.257	12.447.397
Previdência Privada Fechada	86.861.000	90.757.000	115.124.000
Companhias Seguradoras	16.395.862	18.846.031	20.661.307
Companhias de Capitalização			7.817.161
Total			156.049.865

Provisões Técnicas

	1994	1995	1996
Previdência Privada Aberta	1.230.848	2.178.692	3.189.769
Previdência Privada Fechada	-	-	-
Companhias Seguradoras	4.435.635	4.796.770	5.154.243
Companhias de Capitalização	683.488	1.789.399	3.343.086
Total			

	1997	1998	1999
Previdência Privada Aberta	4.616.406	6.988.641	10.221.552
Previdência Privada Fechada	-	-	92.099.200
Companhias Seguradoras	6.321.776	7.158.719	8.789.891
Companhias de Capitalização	3.702.060	4.087.049	4.579.035
Total			115.691.677

*** Valores em R\$ Mil

No primeiro quadro, observa-se o comportamento da carteira de investimentos. Estas somaram o equivalente a aproximadamente R\$156 bilhões no ano de 99. Deve-se notar, entretanto, que a carteira de investimentos para o mercado de capitalização corresponde ao número obtido para o mês de Junho de 99. Outro ponto a se destacar é a carteira de investimentos para o mercado segurador. Não há a separação entre o que é apenas seguro. O que fiz foi uma aproximação, retirando o valor do mercado de previdência privada aberta. A carteira de investimentos para esse mercado engloba os valores referentes ao mercado de previdência operado por empresas de seguros. Acredita-se, assim, que o número fechado em dezembro deva ser bem maior.

No segundo quadro, observa-se o comportamento das provisões técnicas para este mercado também para os últimos anos. Dado que não foi possível encontrar disponível tal informação para o mercado de previdência privada fechada, tornou-se necessário estimar de modo a se obter um número aproximado para as provisões totais no último ano. Desse modo, verifica-se agregadamente provisões técnicas num montante de aproximadamente R\$ 115,7 bilhões em 99.

Assim, de um lado através da carteira de investimentos é possível detectar um mercado significativo e crescente frente a economia brasileira. Nota-se um montante significativo no volume de ativos. Por outro lado, como já era de se esperar, também nota-se um montante também significativo e crescente no caso das provisões técnicas.

O crescimento do volume de ativos é de grande importância para estimar a nossa demanda potencial. Através da análise destas carteiras de investimentos que irá se determinar quanto se irá alocar em cada tipo de aplicação.

Entretanto, como será essa demanda nos próximos cinco anos? Qual será seu montante para este e para os próximos quatro anos?

Utilizando os dados anteriores, torna-se possível, através da análise de regressão, estimar as elasticidades de cada mercado separadamente. Conhecidas estas, poderemos

através da construção de cenários, determinar as carteiras de investimentos para os próximos anos.

O primeiro passo, será determinar o modelo a ser utilizado. Neste caso específico, o melhor modelo a ser utilizado, é o modelo log- log.

$$\boxed{\text{LOG (Y)} = C + B \text{LOG (X)}}$$

Neste modelo, o coeficiente de inclinação, B, mede a elasticidade, constante por hipótese, de Y com relação a X. Mede, dessa maneira, a mudança percentual de Y quando X aumenta em 1%.

Portanto, as equações a serem utilizadas serão as seguintes:

- 1- $\text{LOG (PPA)} = C + \text{LOG (PIB)}$
- 2- $\text{LOG (PPF)} = C + \text{LOG (PIB)}$
- 3- $\text{LOG (SEG)} = C + \text{LOG (PIB)}$
- 4- $\text{LOG (CAP)} = C + \text{LOG (PIB)}$

Utilizaremos diferentes amostras. Os dados a serem utilizados deveriam ser a carteira de investimentos. No entanto, nem sempre isso será possível.

Tornam- se necessárias, neste ponto, algumas considerações.

Em primeiro lugar, devem-se destacar os dados a serem utilizadas. Não há crescimento significativo anterior a 1994 para os mercados de previdência privada aberta, segurador e de capitalização. Estes mercados cresceram consideravelmente após a implantação do Real com a estabilização econômica. Isso nos permite utilizar apenas as observações de 94 a 99 sem causar distorções. Há até a percepção de que considerando uma série maior, os resultados seriam piores.

Já no caso da previdência privada fechada, a série a ser utilizada será desde 1982. Este mercado, ao contrário dos anteriores, apresentou crescimento anterior ao Real. Após o Real, o que observa-se é uma retração do crescimento com o conseqüente crescimento do mercado de previdência privada aberta.

Um outro ponto a se destacar são os dados a serem utilizados. No caso dos mercados segurador e de capitalização, não há dados disponíveis. No caso de mercado segurador, só há esta informação de forma agregada após 96. No caso de mercado de capitalização, isso é ainda pior. Só há essa informação para o último ano. Neste caso, a metodologia a ser adotada é, por falta de dados, as provisões técnicas. Acredita-se que o crescimento destas sejam bem próximos aos das respectivas carteiras de investimentos.

Todos esses dados serão confrontados com o PIB entre os anos de 94 e 98.

Um próximo passo, será estimar estas séries em log, ou seja, tirar o log de cada série.

Feito isso, ou seja, determinada as séries em log, poderemos utilizar os mesmos nas equações de regressões e estimar cada elasticidade necessária.

O programa utilizado para rodar as regressões foi o Econometric Views.

Os resultados encontrados foram significativos. O coeficiente de determinação foi significativo o que afirmou que o crescimento de cada mercado é significativamente explicado pelo crescimento do PIB. Isso, entretanto, não deixa de lado a hipótese dessas serem espúrias. As elasticidades resultantes também, conforme o esperado, foram positivas e significativas.

As elasticidades encontradas foram as discriminadas abaixo:

- 1- Mercado de Previdência Privada Aberta- B= 1,16%
- 2- Mercado de Previdência Privada Fechada- B= 1,88%
- 3- Companhias Seguradoras- B= 0,55%
- 4- Companhias de Capitalização- B= 1,87%

Estimadas as elasticidades acima, os cenários resultantes foram os seguintes:

Cenário 1- PIB crescendo a 2,5% a.a.

Carteira de Investimentos

	2000	2001	2002	2003	2004
Prev. Priv. Aberta	12.808.372	13.179.814	13.562.029	13.955.328	14.360.032
Prev. Priv. Fechada	120.534.828	126.199.965	132.131.363	138.341.537	144.843.590
Seguradoras	20.945.400	21.233.399	21.525.358	21.821.332	22.121.375
Capitalização	8.182.613	8.565.150	8.965.571	9.384.712	9.823.447
	162.471.213	169.178.329	176.184.322	183.502.909	191.148.444

Cenário 2- PIB crescendo a 4% a.a.

Carteira de Investimentos

	2000	2001	2002	2003	2004
Prev. Priv. Aberta	13.024.956	13.629.314	14.261.714	14.923.458	15.615.906
Prev. Priv. Fechada	123.781.325	133.089.680	143.098.024	153.858.996	165.429.192
Seguradoras	21.115.856	21.580.405	22.055.173	22.540.387	23.036.276
Capitalização	8.401.885	9.030.346	9.705.815	10.431.810	11.212.110
	166.324.021	177.329.745	189.120.728	201.754.652	215.293.484

Cenário 3- PIB crescendo a 6% a.a.

Carteira de Investimentos

	2000	2001	2002	2003	2004
Prev. Priv. Aberta	13.313.736	14.240.372	15.231.502	16.291.614	17.425.511
Prev. Priv. Fechada	128.109.987	142.560.794	158.641.651	176.536.430	196.449.739
Seguradoras	21.343.130	22.047.453	22.775.019	23.526.595	24.302.973
Capitalização	8.694.246	9.669.741	10.754.686	11.961.362	13.303.426
	171.461.100	188.518.360	207.402.858	228.316.000	251.481.648

Cenário 4- PIB crescendo a taxas crescentes

Carteira de Investimentos

	3,50%	4%	4,50%	5%	5%
	2000	2001	2002	2003	2004
Prev. Priv. Aberta	12.952.761	13.553.769	14.261.276	15.088.430	15.963.559
Prev. Priv. Fechada	122.699.159	131.926.136	143.087.087	156.537.273	171.251.777
Seguradoras	22.020.821	22.505.279	23.062.285	23.696.498	24.348.151
Capitalização	8.328.794	8.951.788	9.705.081	10.612.506	10.711.733
	166.001.536	176.936.972	190.115.729	205.934.707	222.275.220

*** Valores em R\$ Mil

Analisando as tabelas anteriores, a conclusão que se pode tirar é que crescendo pouco (2,5%), médio (4%) ou muito (6%), haverá uma demanda potencial para títulos indexados a índices de preços.

Quanto potencialmente haverá de demanda por títulos públicos indexados a índices de preços?

Conforme visto, legalmente pode-se alocar 100% em títulos públicos. No entanto, nenhum administrador de carteira faria isso.

Na verdade, de acordo com pesquisa realizada, há uma média de alocação que é a seguinte: 25% em renda variável, 8% em imóveis e o restante em renda fixa.

Evidentemente, nesses 68% restantes é que está o que queremos descobrir.

Dentro da renda fixa, os administradores de carteira irão encontrar muitas diferentes alternativas. Espera-se, entretanto, uma alocação predominantemente em debêntures e títulos públicos.

Dentre todas essas, entretanto, a melhor alternativa serão os títulos públicos indexados a índices de preços. Isso porque, conforme visto anteriormente, os títulos públicos são

“free- risk”, apresentam rentabilidade considerável, apresentam maturidades longas, casando ativos e passivos.

Dessa forma, considerando um universo de 68% para alocação nestes títulos, a demanda potencial existente hoje seria de R\$ 106.113.908,20.

Esta frente a um cenário pessimista de PIB crescendo a, por exemplo, 2,5% ficaria da seguinte forma nos próximos cinco anos:

Carteira de Investimentos

2000	110.480.424,68
2001	115.041.263,63
2002	119.805.338,86
2003	124.781.978,06
2004	129.980.942,09

*** Valores em R\$ Mil

Por outro lado, frente a um cenário de crescimento moderado (4%), a demanda potencial por títulos da dívida indexados a índices de preços seria do seguinte modo:

Carteira de Investimentos

2000	113.100.334,56
2001	120.584.226,47
2002	128.602.094,84
2003	137.193.163,02
2004	146.399.569,38

*** Valores em R\$ Mil

Já, frente a um cenário otimista (6%), os resultados seriam os discriminados abaixo:

Carteira de Investimentos

2000	116.593.547,75
2001	128.192.484,76
2002	141.033.943,61
2003	155.254.880,29
2004	171.007.520,94

*** Valores em R\$ Mil

Finalmente, com um PIB crescendo de forma progressiva, os resultados seriam os definidos abaixo:

Carteira de Investimentos

2000	112.881.044,28
2001	120.317.141,28
2002	129.278.695,69
2003	140.035.600,80
2004	151.147.149,81

*** Valores em R\$ Mil

Assim, seja qual for o cenário de crescimento do PIB, o que se pode notar é a existência de uma demanda expressiva por títulos da dívida pública indexados a índices de preços. Adotando uma alocação de 68% em títulos da dívida pública indexados a índices de preços, o que é bastante coerente, essa demanda estaria sempre superior a R\$ 100 bilhões.

A existência de uma demanda por títulos da dívida indexados a índices de preços está, dessa forma, comprovada e quantificada.

Apesar das imperfeições dos dados (várias estimativas) e das poucas observações, o resultado é bem significativo na medida em que o mercado mais expressivo, ou seja, o mercado da dívida pública é tratado de forma especial.

IX- CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo comprovar a existência e ainda dimensionar a demanda por títulos da dívida pública indexados a índices de preços.

Os demandadores potenciais por estes títulos da dívida pública, conforme verificado, apresentam um interesse inerente por tais ativos.

Entretanto, a alocação em tais ativos continua ainda baixa, levando em consideração o potencial desses mercados. O que impede uma alocação maior? A legislação permite alocação total em nestes títulos. Há várias razões para isso.

Poderíamos apontar como uma razão a falta de conscientização por parte dos alocadores de recursos. A alocação em outros ativos foi interessante no passado. A taxa de retorno, ou seja, as taxas de juros, compensavam o risco do descasamento. Estes não estariam percebendo essa incoerência. No entanto, esta não é a principal razão.

A principal razão seria a incerteza. O mercado estaria cauteloso. Estamos vivendo uma época de transição. Além disso, estão ocorrendo diversas mudanças em relação a legislação desses mercados. Tudo isso faz com que o mercado se comporte de forma tradicional.

A tendência, entretanto, é que com a estabilização da economia e a retomada do crescimento, esta realidade mude. Com a queda esperada da taxa de juros real da economia, estes títulos serão cada vez mais, uma boa opção.

Assim, o que se pode concluir é que se hoje há uma demanda potencial na ordem de R\$ 106 bilhões, a tendência é que com o crescimento desses mercados nos próximos anos, essa demanda aumente ainda mais.

Há, portanto, um ambiente favorável à emissão de títulos públicos indexados a índices de preços.

Está, dessa forma, comprovada a existência de uma demanda potencial por títulos da dívida pública indexados a índices de preços.

X- BIBLIOGRAFIA

BEVILAQUA, A . S. e GARCIA, M. G. P. (1999). “ Banks, domestic debt intermediation and confidence crises: the recent brazilian experience”. Rio de Janeiro- PUC.

PINHEIRO, M. M. S. (2000). “ Dívida mobiliária federal e impactos fiscais: 1995/99”. Rio de Janeiro- IPEA.

BEVILAQUA, A . S. e GARCIA, M. G. P. (1999). “ Debt management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and challenges ahead”. Rio de Janeiro- PUC.

DORNELLES, A . A . L. (1998). “Previdência privada no Brasil”. ANAPP.

RABELO, F. “ Gestão e desempenho dos fundos de pensão no Brasil: Análise do custeio”. São Paulo- FGV.

WEISS, R. (1999). “ Descrição, crítica e proposta de alternativas aos benchmarks existentes no Brasil para planos de pensão”.

ALBUQUERQUE, V. (2000). “Incentivo ao mercado de títulos públicos de longo prazo”

