



DIVERSIFICAÇÃO DE INVESTIMENTOS X SUSTENTABILIDADE ATUARIAL: UMA ANÁLISE DOS RPPS ESTADUAIS DO NORDESTE

Wandalúcia Neves de Oliveira Silva
Universidade Federal da Paraíba
wandalucia.silva@academico.ufpb.br

Vera Lúcia Cruz
Universidade Federal da Paraíba
vera.cruz@academico.ufpb.br

Fred Abraão dos Santos Pedro
Universidade Federal da Paraíba
fredabraao@gmail.com

Jefferson Guilherme Silva
Universidade federal da Paraíba
jefferson.guilherme@academico.ufpb.br

Resumo

Este estudo objetivou analisar o reflexo da regulação na alocação dos investimentos dos RPPS da região Nordeste no período de 2017 a 2023. Para a realização do estudo, a abordagem foi classificada como qualitativa. Quanto aos objetivos, descritiva, e, quanto aos procedimentos, documental. A metodologia incluiu: (i) categorização dos estados por perfil de investimento (Conservador/Moderado/Diversificado); (ii) análise do impacto demográfico (razão ativos/inativos); e (iii) relação sobre os efeitos da Reforma da Previdência (2019) nas estratégias de alocação. Os resultados apontaram que, mesmo que os RPPS no Nordeste mantenham uma postura majoritariamente conservadora, os resultados deste estudo mostram que as questões apresentadas pelos déficits atuariais, pela pressão demográfica e mudanças legislativas exigem uma administração dinâmica e flexível, e que a viabilidade a longo prazo dos regimes de previdência depende da aceitação de políticas que equilibrem a segurança dos investimentos com a busca por maior rentabilidade, oferecendo, assim, um grande suporte para o desenvolvimento de políticas públicas e a aplicação de técnicas de gestão mais eficientes capazes de resolver os problemas presentes e futuros do sistema previdenciário.

Palavras-chave: RPPS; Política de investimentos; Equilíbrio Financeiro e Atuarial.



1 INTRODUÇÃO

O direito à previdência está previsto no Art. 6.º do Capítulo II da Constituição Federal que trata dos direitos sociais do cidadão brasileiro. Apesar de os RPPS terem sido instituídos por meio da Constituição Federal, foi em 1998, com a Emenda Constitucional n.º 20, no Artigo 40, que houve a promulgação de sua instituição. Já a sua regulamentação se deu com a publicação da Lei n.º 9.717, de novembro de 1998, que dispõe sobre regras gerais para a organização e o funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos estados e do Distrito Federal (Brasil, 1998).

O Regime Próprio de Previdência Social é característico dos servidores titulares de cargos efetivos e tem caráter contributivo e solidário, mediante contribuição do respectivo ente federativo, de servidores ativos, de aposentados e de pensionistas, observados os critérios que preservem o equilíbrio financeiro e atuarial (Brasil, 1988).

Além de assegurar direitos mediante as contribuições dos servidores ativos enquadrados na condição de beneficiários destes regimes, as unidades gestoras dos RPPS devem buscar, por meio de políticas financeiras e administrativas, condições de solvência a estes regimes. Dessa forma, a verificação da situação atuarial do plano é realizada mediante a elaboração de um balanço atuarial tanto das receitas como das despesas futuras e essas variáveis serão trazidas a valor presente, descontadas a uma taxa de juros já determinada pelos RPPS, sendo confrontadas. Assim, na sequência, será possível evidenciar a situação atuarial do regime de previdência social (Ministério da Previdência Social, 2016).

As receitas e as despesas utilizadas para verificar o equilíbrio financeiro e atuarial dos RPPS são previstas no Art. 40, caput, da Constituição Federal, que estabelece a observância dos requisitos e critérios do equilíbrio delas. Assim, a regulamentação que determina as diretrizes da aplicação dos recursos financeiros para manter o equilíbrio dos recursos que entram nos RPPS através das contribuições dos contribuintes e dos entes federados dos RPPS ficou sob responsabilidade do Conselho Monetário Nacional (CMN) tendo como base a Resolução CMN n.º 4.693, de 25 de novembro de 2021, atualizada pela de nº 4.994/2022, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social. A citada resolução descreve no inciso I do parágrafo 1.º do Art. 1.º que, ao aplicar os investimentos, os RPPS precisam observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, motivação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência (CMN, 2021).

Segundo Ferreira (2006), esses investimentos buscam atingir a meta atuarial, tendo em vista sua relação direta com o equilíbrio financeiro dos RPPS. Sendo assim, o resultado dos investimentos realizados pelos RPPS irá refletir diretamente na condição do plano. A preocupação em realizar os melhores investimentos deve ser constante por parte dos RPPS, tendo em vista que o retorno desses investimentos servirá para cumprir os compromissos assumidos pelo ente, tendo, como resultante, a solvência do regime. Diante da necessidade de manter o equilíbrio financeiro e atuarial dos planos, é necessário que os recursos que entram nos RPPS sejam aplicados conforme a resolução e buscando maior rentabilidade, tendo em vista as obrigações que estão atreladas a esses recursos (Bogoni; Fernandes, 2011).



Diante do exposto, o estudo objetivou analisar o reflexo da regulação na alocação dos investimentos dos RPPS da região Nordeste no período de 2017 a 2023. O estudo buscou justificar-se no estudo de Nogueira (2012), onde o autor apontou que, por mais de dez anos, os investimentos dos RPPS que foram centralizados no segmento de renda fixa refletiram em benefícios para o ente, já que ajudou, de forma representativa, a reduzir, mediante ganhos financeiros, o déficit atuarial (Nogueira, 2012). Ainda segundo o autor, esses resultados positivos foram reflexo do aumento da taxa de juros ocorrido nesse período. No entanto, o cenário se modificou intensamente no período de 2017 a 2023, como, por exemplo, a pandemia, gerando, assim, a necessidade de verificar o comportamento dos RPPS da região Nordeste durante cenários tão voláteis.

Além disso, a expectativa de vida dos brasileiros aumentou, o que reflete diretamente nos RPPS, fazendo com que suas metas atuariais, por meio de uma gestão mais conservadora, sejam mais complexas de se atingir, tendo em vista o aumento do passivo ao longo do tempo (De Castro, 2014).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Política de investimentos

Os responsáveis pela gestão do regime próprio de previdência social deverão definir a política anual de aplicação dos recursos no exercício imediatamente anterior ao ano que se refere, segundo o Art. 4.º da Resolução CMN n.º 4.693/2021. Esta mesma Resolução, no § 1.º do Art. 3.º, aponta que os recursos dos regimes próprios de previdência social pretendem constituir as reservas garantidoras dos benefícios do regime, devendo ser mantidas e controladas de forma separada dos recursos do ente federativo e devem ser administradas conforme a política de investimento estabelecida pelos RPPS. O Conselho Monetário Nacional (CMN) determina os percentuais mínimos de aplicação, conforme pode ser evidenciado no Quadro 1.

Conforme o Quadro 1, evidencia-se que os RPPS podem aplicar 100% em renda fixa. Porém, destaca-se a preocupação com os limites de 30% estabelecidos para renda variável, buscando reduzir os riscos de mercado, ficando caracterizada a inquietação de não se expor ao risco (Da Silveira, 2013).

Diante dos recursos que dependem de decisões estratégicas para manutenção do equilíbrio financeiro e atuarial, evidencia-se que uma má gestão por parte do gestor dos recursos financeiros dos RPPS pode comprometer a vida de diversos servidores públicos que depositam seu futuro na entidade e dependem deste recurso quando sua aposentadoria chegar. Outro ponto está na legislação, que prevê que o desequilíbrio financeiro dos RPPS deve ser suportado pelo ente que o criou. No caso de RPPS, refere-se a recurso público, e sua insuficiência poderá refletir em custos para sociedade, tendo em vista a necessidade de honrar o pagamento de benefícios concedidos (Nogueira, 2012).



Quadro 1: Percentuais por segmento de aplicação

Segmento do Investimento	Descrição das aplicações	Percentual
Renda fixa	Títulos de emissão do Tesouro Nacional, registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic); cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa; cotas de fundos de investimento em índice de mercado de renda fixa; negociáveis em bolsa de valores.	Até 100%
Renda variável	Cotas de fundos de investimento classificados como ações, constituídos sob a forma de condomínio aberto; cotas de fundos de investimento em índice de mercado de renda variável, negociáveis em bolsa de valores.	Até 30%
Investimento no exterior	Cotas de fundos de investimento classificados como “Renda Fixa - Dívida Externa”; cotas de fundos de investimento constituídos no Brasil sob a forma de condomínio aberto com o sufixo “Investimento no Exterior”; cotas dos fundos da classe “Ações - BDR Nível I”.	Até 10%
Investimentos estruturados	Até 10% (dez por cento) em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado (FIM) e em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado (FICFIM); até 5% (cinco por cento) em cotas de fundos de investimento em participações (FIP), constituídos sob a forma de condomínio fechado, vedada a subscrição em distribuições de cotas subsequentes, salvo se para manter a mesma proporção já investida nesses fundos; até 5% (cinco por cento) em cotas de fundos de investimento classificados como “Ações - Mercado de Acesso”, conforme regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários.	Até 15%
Fundos imobiliários	Aplicações dos recursos do regime próprio de previdência social sujeitam-se ao limite de até 5% (cinco por cento) em cotas de fundos de investimento imobiliários (FII) negociadas nos pregões de bolsa de valores.	Até 5%
Empréstimos consignados	Para os que não alcançarem níveis de governança.	Até 5%
	Para os que alcançaram ao menos o primeiro nível de governança.	Até 10%

Fonte: Resolução CMN n.º 4.963/2021.

2.2 Estudos Relacionados

A temática sobre política de investimentos dos RPPS vem instigando alguns autores que buscam soluções que possam ser implantadas nas entidades ou estudos que verificaram a situação dos RPPS. Cardoso, Carvalho e Damasceno (2024), e Bernardino et al. (2025) têm enfatizado o impacto da regulação sobre a performance e estratégias dos fundos de pensão, trazendo evidências empíricas do contexto brasileiro sob perspectiva atualizada, demonstrando que a flexibilização das alocações de recursos acompanhada de uma boa governança pode diminuir a instabilidade dos retornos dos investimentos mesmo quando há cenário de juros baixos. Além disso, Souza (2023) objetivou analisar o comportamento dos RPPS para manter



suas aplicações durante o período da pandemia de Covid-19, utilizando como método uma pesquisa com abordagem qualitativa e quantitativa. Juntamente com os achados, o estudo concluiu que a estrutura dos investimentos dos RPPS cearenses, objeto do estudo, foi influenciada pelos efeitos da pandemia de Covid-19 no mercado financeiro global e que também atingiram os mercados locais.

Martinussi, Piva e Nunes (2022) analisaram o risco e retorno das aplicações dos RPPS no Brasil, segundo o nível de certificação Pró-Gestão. Coletaram todas as informações relativas aos RPPS na legislação brasileira, assim como as características pertinentes à Pró-Gestão na base de dados Quantum Axis no período entre abril de 2019 e abril de 2021. Com base nos achados do estudo, identificaram que, com os níveis de certificação implantados, é viável otimizar o risco e retorno das carteiras de investimentos e alcançar as metas atuariais traçadas pelos RPPS.

Nascimento (2021) analisou a gestão de ativos previdenciários com base na taxa da SELIC. A metodologia aplicada foi o modelo de regressão com dados em painel, tendo como variáveis a volatilidade das carteiras de investimentos dos RPPS (variável dependente), a taxa Selic e a diferença entre a meta atuarial dos RPPS e a Selic (variáveis independentes). O estudo concluiu que, com a redução da taxa Selic a partir de 2011, reduziu-se a volatilidade dos investimentos dos RPPS.

Mariano (2019) objetivou analisar a sustentabilidade do Regime Próprio de Previdência Social do Município de Esteio – PREV-ESTEIO. Utilizando a evolução do Patrimônio Líquido, a composição da carteira de investimentos e os resultados relacionados à meta atuarial nos dados disponíveis no período de 2012 a 2018, foi realizada comparação dos rendimentos financeiros com as avaliações atuariais. O estudo concluiu que os RPPS de Esteio estão constituindo patrimônio de forma equilibrada com as perspectivas de sustentabilidade no longo prazo.

Da Silva *et al.* (2018) objetivaram verificar como as políticas de investimentos do Regime Próprio de Previdência Social estão mantendo o equilíbrio financeiro e atuarial. Para isto, realizou-se uma pesquisa documental nos demonstrativos da Política de Investimento (DPIN) e no Demonstrativo das Aplicações e Investimentos de Recursos (DAIR). Os autores concluíram que os gestores realizam aplicações de recursos que visam respeitar as normas estabelecidas pela lei, realizando estratégias de alocações de recursos, buscando manter o equilíbrio financeiro e atuarial através da sustentabilidade e rentabilidade necessárias para a manutenção da estabilidade do RPPS.

Observando a legislação aplicável, Trintinalia e Serra (2017) buscaram identificar a carteira de fundos de investimento de uma instituição financeira (administrador) com a melhor relação risco e retorno (carteira ótima) à aplicação de recursos dos RPPS. Foi utilizada uma amostra com 23 fundos do administrador no período de junho de 2013 a junho de 2015. Por não se permitir o uso de alavancagem, nenhuma das carteiras ótimas, com ou sem restrições, alcançou a meta atuarial dos RPPS (6% de juro real), tendo em vista que as restrições legais se evidenciaram desfavoráveis, pois, quando desconsideradas, possibilitou a obtenção de uma carteira ótima com melhor desempenho comparativamente àquela submetida a tais restrições.

Evidencia-se que os estudos são direcionados para verificar o equilíbrio financeiro e atuarial dos planos, assim como a possibilidade de outras formas de diversificação da carteira



de investimento, caso os RPPS não tivessem que cumprir à risca a resolução da CVM que dita a forma de pulverização dos investimentos. No caso do estudo, o foco de análise foi a região Nordeste para verificar a forma de investimentos dessas entidades, tendo em vista ser a região que concentra o maior número de RPPS estaduais do país.

3 METODOLOGIA

Quanto à abordagem a tipologia da pesquisa se tangencia como um estudo qualitativo por ser uma abordagem que viabiliza o reconhecimento do objeto (Pereira, 2004). Para a execução do método qualitativo, os dados são coletados por meio de entrevistas, de observações ou da análise de documentos (Merriam, 1998). Com base na caracterização da abordagem, este estudo analisou, de forma qualitativa, os resultados obtidos com o respectivo tratamento dos dados.

Quanto aos objetivos, a pesquisa se classifica como descritiva por descrever as características do objeto definido pelo estudo, além de ter buscado identificar, entre as variáveis observadas, possíveis compatibilidades (Gil, 2010), tendo em vista que, no estudo, os dados obtidos buscaram descrever os resultados do processamento dos dados.

No que se refere aos procedimentos, a pesquisa se classifica como documental por ter utilizado documentos que organizaram informações que se encontram dispersas, conferindo-lhe uma nova importância como fonte de consulta (Bauren; Longaray; 2012). No caso do estudo, foram utilizados documentos dos RPPS que atendessem o objetivo do estudo e que estão disponíveis nos sites do governo federal.

A análise focou nos RPPS estaduais região Nordeste, composta por nove estados (Alagoas, Bahia, Ceará, Maranhão, Paraíba, Pernambuco, Piauí, Rio Grande do Norte e Sergipe), no entanto, o Rio Grande do Norte foi excluído devido as inconsistências nos dados, totalizando assim, oito RPPS analisados. Dessa forma, a amostra representou 29,62% do universo da pesquisa.

Os dados utilizados compreenderam o período de 2017 a 2023 e foram coletados nos sites do gov.br e CADPREV do governo federal, através dos links https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/estatisticas-e-informacoes-dos-rpps-1/copy_of_estatisticas-e-informacoes-dos-rpps e <https://cadprev.previdencia.gov.br/Cadprev/pages/index.xhtml>, respectivamente. Após as coletas dos dados, estes foram consolidados em uma única base, detalhando por estado e ano de informação. Na sequência, foram organizados em planilhas no Excel® para realização do processamento e geração das tabelas que estão dispostas nos resultados para facilitar na visualização e discussão dos achados da pesquisa.

O estudo apresenta as principais estatísticas resumidas das variáveis do estudo (média, desvio-padrão, valores mínimos e máximos), permitindo uma caracterização precisa do comportamento temporal de cada parâmetro analisado. Esta etapa descritiva inicial proporcionou uma compreensão detalhada da distribuição dos dados e das particularidades de cada estado estudado.

Após esta fase descritiva, a pesquisa avançou para uma análise comparativa estruturada em três eixos principais: (1) a comparação entre as diferentes estratégias de investimento



implementadas pelos RPPS; (2) a avaliação do impacto das mudanças demográficas na alocação de recursos; e (3) a análise das respostas às mudanças legislativas e normativas, com ênfase nos efeitos da Reforma da Previdência de 2019. As comparações permitiram identificar padrões e contrastes significativos entre os regimes estudados.

Com base nas semelhanças e diferenças observadas nos perfis de alocação, desenvolveu-se uma classificação dos estados, que revelou agrupamentos regionais com características comuns. Esta categorização aprimorou a interpretação dos resultados, destacando tanto as convergências quanto as divergências nas abordagens adotadas pelos diferentes RPPS da região Nordeste.

Esta abordagem metodológica combinou os dados levantados com uma análise comparativa sistemática, possibilitando um diagnóstico regionalizado. Os procedimentos adotados permitiram compreender como as diretrizes regulatórias são operacionalizadas nas decisões concretas de alocação de recursos pelos gestores dos RPPS. Dessa forma, o estudo fomenta a discussão em melhorarias para as práticas de gestão e desenvolvimento de políticas públicas voltadas para os RPPS.

a) **Comparação entre as Estratégias de Investimentos:**

Visando classificar o grau de diversificação da carteira (ex.: maior % em renda variável/investimentos estruturados). Primeiro, foi realizada a classificação dos estados em três tipos, demonstrado no Quadro 2.

Quadro 2: Categorização dos estados

Categoria	Característica dos investimentos
Conservadores	>90% em renda fixa.
Moderados	70-90% renda fixa + até 30% em outros ativos.
Diversificados	70% renda fixa, com exposição significativa a renda variável/externo).

Fonte: Elaboração própria (2025).

b) **Impacto da Mudança Demográfica na Alocação de Recursos:**

Com o objetivo de analisar se os estados com maior envelhecimento da base de participantes – ou seja, com maior proporção de aposentados e pensionistas – do plano civil tendem a adotar estratégias mais conservadoras, realizou-se uma análise em duas etapas, conforme demonstrado no Quadro 3.

Quadro 3: Mudança Demográfica e Alocação de Recursos

Etapas	Realizações
1	Calcular a razão entre ativos e inativos (aposentados + pensionistas) para cada estado.
2	Cruzar a razão dos servidores com o % de renda fixa na carteira.

Fonte: Elaboração própria (2025).



c) Adaptação às Mudanças Normativas (Ex.: Reforma da Previdência de 2019):

Para identificar se houve mudanças nas estratégias de investimento pós-2019 (ex.: aumento de diversificação devido à pressão por rentabilidade). Foi realizada uma comparação das alocações médias antes (2017-2018) da reforma da previdência e depois.

Embora este seja um estudo descritivo, a metodologia adotada avança em relação à literatura existente tanto ao integralizar análises demográficas e regulatórias, como avaliar as relações após a mudança da reforma da previdência e, a classificação dos RPPS por perfil de risco.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta um estudo dos dados dos RPPS da região Nordeste (Alagoas, Bahia, Ceará, Maranhão, Paraíba, Pernambuco, Piauí e Sergipe) referente ao período de 2017 a 2023.

Três áreas principais de investigação são abordadas: a análise dos efeitos decorrentes das mudanças demográficas e regulatórias, o estudo descritivo dos indicadores financeiros e atuariais e a comparação entre as estratégias de investimentos. É importante ressaltar que, excluindo os governos militares, o material utilizado sobre os servidores refere-se apenas aos planos civis dos RPPS.

4.1 Estatísticas da pesquisa descritiva

O estudo descritivo permitiu analisar a composição da carteira dos RPPSs Estaduais. Conforme descritos na Tabela 1.

Tabela 1: Análise descritiva dos investimentos

Estado	Média Renda Fixa	DP-Renda Fixa	Max-Renda Fixa	Min-Renda Fixa	Média Renda Variável	DP-Renda Variável	Max-Renda Variável	Min-Renda Variável
Bahia	99,54	1,22	100	96,78	0,46	1,22	3,22	0,00
Pernambuco	98,04	5,20	100	86,25	1,96	5,20	13,75	0,00
Ceará	95,81	6,28	100	83,41	4,19	6,28	16,59	0,00
Paraíba	91,55	11,01	100	75,20	8,45	11,01	24,80	0,00
Sergipe	98,58	1,77	100	95,88	1,42	1,77	4,12	0,00
Maranhão	90,19	16,53	98,97	52,94	9,81	16,53	47,06	1,03
Alagoas	99,86	0,36	100	99,05	0,14	0,36	0,95	0,00
Piauí	98,81	3,14	100	91,69	1,19	3,14	8,31	0,00

Fonte: Elaboração própria (2025).

Observa-se na Tabela 1, a predominância de estratégias conservadoras na alocação de recursos pelos RPPS da região Nordeste. A maioria dos estados manteve exposição média superior a 98% em renda fixa ao longo do período analisado, com destaque para Alagoas (99,86%), Bahia (99,54%) e Piauí (98,81%) que apresentaram os perfis mais conservadores, o



que corrobora estudos que apontam que a alta concentração em renda fixa pode limitar o potencial de retorno dos fundos (Giovanini *et al.*, 2022).

Por outro lado, Maranhão emergiu como caso atípico, com a menor média de alocação em renda fixa (90,19%) e a maior oscilação no período (desvio-padrão de 16,53). Este estado alternou entre posições extremas, atingindo o menor patamar regional de renda fixa (52,94% em 2020) e simultaneamente o maior índice de renda variável (47,06%). Tal perfil sugere uma estratégia de maior exposição a ativos de risco nesse período, possivelmente buscando compensar seus déficits atuariais. Já a Paraíba, adotou postura intermediária, exibindo uma diversidade maior, com diferente percentual em alocações de renda variável, de 8,45% – uma estratégia que pode ser ligada ao objetivo de aumentar a rentabilidade para superar déficits atuariais principalmente nos últimos anos.

A predominância de estratégias conservadoras, mesmo em contextos de graves desequilíbrios atuariais, sugere que fatores como aversão ao risco, capacidades técnicas limitadas ou restrições regulatórias podem estar influenciando mais as decisões de investimento do que a busca por maior rentabilidade.

Em uma análise da saúde atuarial dos RPPS utilizando critérios pertinentes como o Resultado Atuarial e a razão entre servidores ativos e inativos. A Tabela 2 apresenta os resultados da análise descritiva dos estados.

Tabela 2: Análise descritiva dos estados

Estado	Média Resultado Atuarial	DP-Resultado Atuarial	Max-Resultado Atuarial	Razão Ativos e inativos
Bahia	-187.978.774.595	89.460.597.430	-111.915.701.361	0,85
Pernambuco	-131.412.273.608	62.961.506.981	-74.046.958.559	1,02
Ceará	-92.534.848.379	52.945.227.105	-52.070.411.149	0,96
Paraíba	-57.983.266.879	31.867.815.616	-37.667.505.679	0,82
Sergipe	-59.007.346.456	22.694.731.618	-34.490.109.738	0,88
Maranhão	-47.684.821.945	11.179.044.434	-37.453.204.449	1,20
Alagoas	-33.259.521.066	21.712.795.511	-19.078.903.465	1,08
Piauí	-31.830.762.901	17.044.223.867	-22.324.645.743	0,99

Fonte: Elaboração própria (2025).

Na Tabela 1, observa-se que todos os estados apresentaram déficits atuariais e resultados negativos, indicando grandes dificuldades para a viabilidade dos sistemas de previdência durante o período analisado, conforme observado por Ferreira *et al.* (2010), que constataram que os RPPS enfrentam déficits. Os estados que apresentam os maiores déficits médios são, em primeiro, a Bahia, com R\$ -187,9 bilhões; em segundo, Pernambuco, com R\$ -131,4 bilhões; e Ceará, com R\$ -92,53 bilhões. A relação entre servidores públicos ativos e inativos expõe mudanças fundamentais significativas na estrutura demográfica dos RPPS. Uma maior proporção de servidores ativos em estados como Maranhão (1,20) e Alagoas (1,08) ajuda a aliviar o fardo financeiro do sistema, conforme apontado por Nogueira (2012). Por outro lado, a Bahia (0,85) e a Paraíba (0,82) têm uma maior concentração de aposentados, aumentando, assim, a carga previdenciária.



Esses argumentos ressaltam que, as carteiras sejam predominantemente conservadoras, a combinação de déficits atuariais com pressões demográficas gera uma situação que requer técnicas de gestão mais eficazes e flexíveis.

4.2 Comparação entre as estratégias de investimentos

A alocação dos fundos dos RPPS estaduais destinados à renda fixa mostra que os estados do Nordeste têm uma categorização geralmente conservadora. Como demonstrado na Tabela 3, a região reflete categoricamente o padrão de distribuição desses recursos definindo a área apontada, dadas as adversidades demográficas enfrentadas por cada um dos estados.

Tabela 3: Relação entre estratégia de investimento

Estado	Conservador	Diversificado	Moderado
Alagoas	7	0	0
Bahia	7	0	0
Piauí	7	0	0
Sergipe	7	0	0
Ceará	6	0	1
Maranhão	6	1	0
Pernambuco	6	0	1
Paraíba	5	0	2

Fonte: Elaboração própria (2025).

Os estudos classificam os estados em três categorias básicas (Conservador, Moderado e Diversificado). Na Tabela 3, observa-se que a maioria dos estados se enquadra como Conservador. Alagoas, Pernambuco e Piauí foram os estados que apresentaram menor exposição ao risco e, portanto, uma escolha muito segura para garantir a cobertura dos compromissos com aposentadorias e pensões, corroborando a análise de Panizza (2022). Esses estados distribuíram seus fundos em uma margem superior a 90% de seus ativos totais em investimentos de renda fixa.

No outro caso, Maranhão e Paraíba se destacam por utilizar uma estratégia Moderada e Diversificada com alguma alocação flexível de receitas. Enquanto a Paraíba, com 8,45%, também exibiu uma alocação mais arriscada, o Maranhão foi categorizado como moderado, com 9,81%, esse comprometimento não apresenta um aumento significativo a volatilidade, mas potencializa ganhos – um *insight* que pode servir de parâmetro para os gestores de outros estados.

O estudo indicou que há predominância da classificação conservadora entre os estados do Nordeste, o que pode ser uma tentativa de proteger o dinheiro contra os riscos de mercado, limitando, assim, os possíveis retornos desses regimes de previdência (Giovanini *et al.*, 2022).

4.3 Impacto das mudanças demográficas e normativas

Os elementos demográficos e estratégias de investimentos foram utilizados para examinar a relação entre as variáveis com influência dos RPPS e a análise da razão ativos/inativos revela um cenário de crescente desequilíbrio demográfico nos RPPS da região



Nordeste, a Tabela 4 apresenta a correlação entre esses elementos e a variação da razão ativo/inativo.

Tabela 4: Variação da razão ativos/inativos nos RPPS estaduais do Nordeste (2017-2023)

Estado	Correlação	Razão 2017	Razão 2023	Varição
Sergipe	-0,2530857	1,135	0,755	-33,345
Alagoas	-0,2125223	1,227	1,061	-13,480
Ceará	0,0811449	1,084	0,969	-10,544
Piauí	0,2483974	1,160	0,942	-18,776
Maranhão	0,2484224	1,523	1,009	-33,734
Bahia	0,3589953	1,141	0,578	-49,330
Paraíba	0,4265657	1,315	0,707	-46,254
Pernambuco	0,5058822	1,127	0,937	-16,817

Fonte: Elaboração própria (2025).

Observa-se na Tabela 4 o percentual de correlação, indicando que estados com maior percentual de ativos (como Maranhão e Alagoas) frequentemente se encontram em uma situação melhor, pois mais contribuintes podem ajudar a manter o sistema funcionando (Adriano, 2014). Estados com mais idosos (como Bahia e Paraíba) têm uma demanda aumentada, o que se reflete em déficits mais notáveis e na necessidade de ajustar a política. Entretanto, estados como Alagoas e Sergipe tendem a alocar os recursos em renda fixa conforme a carteira de inativos aumenta em relação aos ativos, e vice-versa, o que indica que os gestores dos respectivos estados usam uma estratégia de investimento que se ajusta inversamente às pressões demográficas (Nogueira, 2012).

A literatura sugere que regimes com maior proporção de beneficiários aposentados/pensionistas tendem a adotar estratégias mais conservadoras (Nogueira, 2012). Nos dados analisados, essa relação não se mostrou clara – estados com estruturas demográficas similares, como, Piauí e Sergipe – ambos têm razão similares e um perfil conservador – apresentaram correlações distintas, o que reforça o papel de outros fatores, como a capacidade técnica das equipes gestoras ou restrições fiscais locais.

Além disso, observa-se uma associação entre a proporção de ativos/inativos e a alocação em renda fixa nos dados analisados, sugerindo uma possível relação entre estrutura etária e decisões de investimento. Nos dados estudados, regimes com menor razão ativos/inativos – indicando maior pressão demográfica – apresentaram, em geral, alocações mais conservadoras em renda fixa embora essa correlação não implique necessariamente uma relação de causa.

É possível observar uma queda na razão ativos/inativos em todos os estados nordestinos, com variações entre -49,3% (Bahia) e -10,5% (Ceará). Estados como Bahia, Paraíba e Maranhão apresentaram as quedas mais expressivas (superiores a -33%), indicando um rápido envelhecimento da base de participantes dos RPPS. Em contraste, Ceará e Alagoas tiveram reduções menos drásticas (entre -10% e -14%), sugerindo pressões demográficas relativamente menores. Esses resultados evidenciam o acelerado processo de envelhecimento da base de participantes, fator que exerce pressão direta sobre a sustentabilidade financeira dos regimes, especialmente nos estados com quedas acima de 30%, onde o crescimento do passivo previdenciário pode ser mais acelerado.



4.3.2 Ajuste para mudanças regulatórias

Para os RPPS, a Reforma da Previdência de 2019 sinalizou uma necessidade de mudança que exige uma revisão dos planos de investimento. A Tabela 5 apresenta as médias das alocações dos recursos, considerando os momentos antes e depois da reforma.

Tabela 5: Adaptação às mudanças normativas

Estados	Antes da Reforma (2017-2018)		Depois da Reforma (2019-2023)			
	Média Fixa	Renda Variável	Média Fixa	Renda Variável	Média Fixa	Renda Variável
Maranhão	98,84	1,16	86,73	13,27		
Paraíba	100	0	88,17	11,83		
Ceará	100	0	94,14	5,86		
Pernambuco	100	0	97,25	2,75		
Piauí	100	0	98,34	1,66		
Sergipe	98,94	1,06	98,43	1,57		
Bahia	100	0	99,36	0,64		
Alagoas	99,53	0,48	100	0		

Fonte: Elaboração própria (2025).

A Tabela 5 dispõe o resultado da análise comparativa dos anos anteriores (2017–2018) e posteriores (2019–2023) à reforma. Destacou que, em certas jurisdições, houve uma diminuição na alocação de recursos para renda fixa combinada com mais diversificação, ou seja, mais investimentos em renda variável. Por exemplo, no Ceará, a alocação em renda fixa caiu de 100% para cerca de 94,14%, enquanto os investimentos em renda variável passaram a representar quase 5,86%.

A análise revela um Nordeste heterogêneo: enquanto Maranhão e Paraíba atingiram patamares de até 13% em renda variável pós-2019, Alagoas manteve 100% em renda fixa. Essa disparidade ressalta que a uniformização de políticas nacionais pode não ser eficaz sem consideração às realidades locais.

Esses avanços mostram que os gestores estão modificando seus portfólios em resposta às novas regras e à busca por rentabilidade que pode, mesmo que lentamente, ajudar a compensar déficits atuariais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou analisar o reflexo da regulação na alocação dos investimentos dos RPPS da região Nordeste no período de 2017 a 2023, utilizando, como método, uma abordagem qualitativa. No que se refere aos objetivos e procedimentos, estes foram classificados como descritivo e documental, respectivamente. Os resultados revelaram um cenário complexo, onde o marco regulatório estabelecido pela Resolução CMN 4.963/2021 foi implementado de forma heterogênea pelos diferentes estados. A análise demonstrou que, apesar das possibilidades de diversificação permitidas pela normativa, a maioria dos RPPS nordestinos manteve uma postura conservadora, com alocações superiores a 90% em renda fixa. Contudo, identificou-se que após a Reforma da Previdência de 2019, os RPPS tenderam a mudanças estratégicas em alguns



estados, como Maranhão e Paraíba, que ampliaram sua exposição a ativos de maior risco, atingindo patamares de 10% a 13% em renda variável.

Embora a análise indique tendências promissoras em estados que diversificaram seus investimentos, relações de causalidade não puderam ser estabelecidas.

Os achados levaram a conclusão que, a relação entre mudanças normativas e alocação de investimentos é mediada por fatores locais, como capacidade técnica das equipes gestoras e contextos fiscais específicos. Constatando que todos os estados analisados apresentaram déficits atuariais persistentes no período, com situações particularmente críticas na Bahia, Pernambuco e Ceará. Embora alguns estados tenham buscado maior diversificação em seus portfólios, não foi possível estabelecer uma relação direta entre esta estratégia e a melhoria dos resultados atuariais, devido à natureza observacional dos dados e à influência de variáveis não capturadas, como a qualidade da governança.

Como contribuição acadêmica, o estudo propôs uma categorização dos RPPS segundo seu grau de diversificação, oferecendo um diagnóstico regionalizado da implementação das diretrizes regulatórias. Verificou-se que a estrutura demográfica (razão ativos/inativos) apresenta influência relevante, mas não determinante, nas decisões de investimento, com estados de características similares adotando estratégias distintas.

Entre as limitações do estudo, reconhece-se a ausência de modelos quantitativos que permitissem estabelecer relações causais mais precisas. Sugere-se para pesquisas futuras a aplicação de métodos econométricos, análises comparativas entre regiões e investigações sobre os processos decisórios locais que medeiam a implementação das normas. Os resultados obtidos fornecem subsídios para gestores públicos e formuladores de políticas, destacando a necessidade de abordagens customizadas que considerem as particularidades de cada RPPS, além do marco regulatório geral. A pesquisa reforça que a sustentabilidade dos sistemas previdenciários no Nordeste demandará não apenas conformidade normativa, mas também capacitação gerencial e políticas públicas adaptadas aos desafios específicos de cada estado

REFERÊNCIAS

ADRIANO, D. D. O. **Equilíbrio financeiro dos regimes próprios de previdência social no Brasil**. 2014. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2014.

BAUREN, I. M.; LONGARAY, A. A. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. São Paulo, Atlas, 2012.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Previdência e Trabalho. **Estatísticas e Informações dos RPPS**. Disponível em: https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/estatisticas-e-informacoes-dos-rpps-1/copy_of_estatisticas-e-informacoes-dos-rpps. Acesso em: 01 abr. 2025.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Previdência e Trabalho. Sistema Cadprev. Disponível em: <https://cadprev.previdencia.gov.br/Cadprev/pages/index.xhtml>. Acesso em: 01 abr. 2025



BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 10 abr. 2025.

BRASIL. **Emenda Constitucional nº20 de 15 de dezembro de 1998**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc20.htm. Acesso em: 02 abr. 2025.

BRASIL. **Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19717.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%209.717%2C%20DE%2027%20DE%20NOVEMBRO%20DE%201998.&text=Disp%C3%B5e%20sobre%20regras%20gerais%20para,Federal%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs.Ancias. Acesso em: 01 abr. 2025.

BOGONI, N. M.; FERNANDES, F. C. Gestão de risco nas atividades de investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) dos municípios do Estado do Rio Grande do Sul. **READ. Rev. Eletrôn. Adm. (Porto Alegre)** [online]. 2011, vol. 17, n.1, pp. 117-148. ISSN 1413-2311. <http://dx.doi.org/10.1590/S1413-23112011000100005>.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN n.º 4.963**, de 25 de novembro de 2021. Disponível através do site: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.963-de-25-de-novembro-de-2021-362755126>. Acesso em 05 abr. 2025.

CRUZ, V. L.; SILVA, M. E. L. da; LIMA, I. B. de; SILVA, R. B. da; LIMA, R. M. de. **Análise qualitativa das decisões gerenciais para manter a condição financeira e atuarial dos regimes próprios de previdência social**. EmpiricaBR, v. 4, n. 1, 2024. DOI: 10.15628/empiricabr.2024.15555.

DA SILVA, Abner David Pereira et al. **Políticas de Investimentos: uma análise de suas ações para manter o equilíbrio financeiros e atuarial do regime próprio de previdência social**. CAFI, v. 1, n. 2, p. 157-175, 2018.

DA SILVEIRA, Marcos Antônio Coutinho. **Eficiência alocativa da política de investimentos do regime próprio de previdência social dos entes federativos brasileiros**. Brasília: Ipea, 2013. (Texto para discussão, n. 1862). Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2021/1/TD_1862.pdf. Acesso em: 22 mar. 2025.

DE CASTRO, Lucas Ferreira. **Estratégia de Composição de Carteira Ótima de Fundos de Investimento para os Regimes Próprios de Previdência Social com Base na Seleção de Portfólio de Markowitz**. Dissertação de Mestrado apresentada à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia – Mestrado Profissional – da Universidade Federal do Ceará - UFC, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia, Fortaleza - CE, 2014.

FERREIRA, A. H. B.; GIVISIEZ, L. J. V. B.; BESSEGATO, L. F.; NOGUEIRA, R. P. J. **A alocação de recursos dos regimes próprios de previdência social tem sido eficiente?** Revista Economia & Gestão, v. 10, n. 24, p. 48–? set./dez. 2010.



FERREIRA, B. P. **Análise de risco da não superação da meta atuarial em fundos de previdência.** 2006. 243 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte - MG. 2006.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 5ªed. São Paulo: Atlas, 2010.

GIOVANINI, A.; CONCEIÇÃO, J. P. S. R.; ALMEIDA, H. J. F. **Regimes próprios de previdência social: uma análise com base no índice de situação previdenciária.** Revista de Economia, v. 43, n. 81, p. 472–498, 2022.

GUIMARÃES, S. L. **Reflexões sobre a reforma da previdência de 2019 e seus impactos nos RPPS.** 2024. Dissertação – Universidade Federal de Sergipe, São Cristóvão, 2024.

MACHADO, G. D. S. **Uma análise do indicador de situação previdenciária dos regimes próprios de previdência social brasileiros.** 2019. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em Gestão Pública Municipal) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019.

MACHADO, H. G. **Os RPPS do Brasil – uma análise de suas carteiras de investimentos.** 2017. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017.

MARIANO, Iuri de Oliveira. **Análise da carteira de investimentos e sustentabilidade do PREV-ESTEIO.** Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Gestão Pública, Porto Alegre - RS, 2019.

MARTINUSI, João Paulo Sarmiento; PIVA, Rafael Fernandes; NUNES, Rodolfo. O risco-retorno das carteiras dos RPPS e a influência dos aumentos de limites do pró-gestão. **Redeca, Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos**, v. 9, p. e57716-e57716, 2022.

MERRIAM, S. *Qualitative Research and Case Study Applications in Education.* San Francisco: Jossey-Bass, 1998.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL - MPS. **Perguntas Frequentes: XVII – Aplicação dos Recursos Previdenciários.** 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/aceso-a-informacao/perguntas-frequentes>. Acesso em: 10 abr. 2025.

NASCIMENTO, Cristiano Pereira do. **A trajetória da taxa de juros Selic e a tomada de riscos nos investimentos dos regimes próprios de previdência social: uma análise no período de dez/2011-dez/2019.** Dissertação apresentado ao Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Governança, Tecnologia e Inovação da Universidade Católica de Brasília, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Governança, Tecnologia e Inovação, Brasília, 2021.



NOGUEIRA, N. G. N. **O equilíbrio financeiro e atuarial dos RPPS: de princípio constitucional a política pública de Estado**. Brasília: Ministério da Previdência Social, 2012. (Coleção Previdência Social. Série Estudos; v. 34). ISBN 978-85-88219-40-3.

PANIZZA, M. Q. **Análise da gestão dos investimentos de Regimes Próprios de Previdência Social dos estados brasileiros entre 2016 e 2020**. 2022. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia e Mercados) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2022.

PEREIRA, J. C. R. **Análise de Dados Qualitativos – Estratégias Metodológicas para as Ciências da Saúde, Humanas e Sociais**. São Paulo: Edusp, 2004.

RODRIGUES, Juliana Daniela. **Determinantes de risco e retorno em investimentos de regimes próprios de previdência social**. Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração, Porto Alegre- RS, 2017.

SILVA, V. C. O. G. da; GOMES, H. V. S. F.; CRUZ, V. L.; LIMA, I. B. de. **Políticas de investimentos e as ações do Regime Próprio de Previdência Social para manter o equilíbrio financeiro e atuarial**. 2022. [S.l.]: [s.n.], 2022.

SILVA, V. F. da; MORAIS, E. D. S. de; [*et al.*]. **Influência de fatores organizacionais no equilíbrio financeiro e atuarial dos regimes próprios de previdência social**. [S.l.]: [s.n.], s.d. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org>. Acesso em: [data de acesso].

SOUZA, Everardo Antonio Alves. **Análise das estruturas dos investimentos dos regimes próprios dos municípios cearenses entre os anos de 2019 a 2021**. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Curso de Graduação em Ciências Atuariais da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de Graduado em Ciências Atuariais, Fortaleza - CE, 2023.

TRINTINALIA, Clemente; SERRA, Ricardo Goulart. Otimização de uma carteira de fundos de investimento disponíveis à aplicação de recursos dos regimes próprios de previdência social (RPPS), conforme a legislação aplicável. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL- Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036**, v. 9, n. 2, p. 277-295, 2017.

CARDOSO, Leonardo; CARVALHO, João Vinícius de França; DAMASCENO, Alexandre Teixeira. Impactos regulatórios nos investimentos de Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 35, p. e1813, 2024.

BERNARDINO, W. et al. A study of asset and liability management applied to Brazilian pension funds. **European Journal of Operational Research**, v. 322, n. 3, p. 1059–1076, 2025.