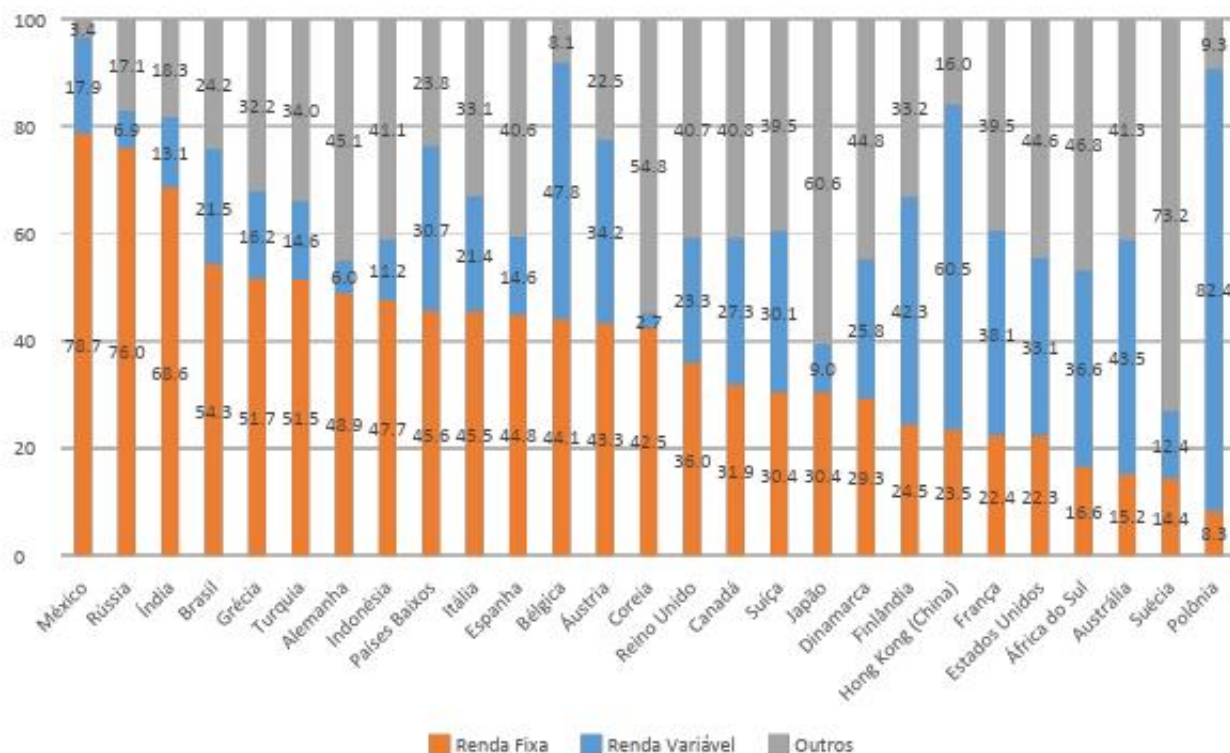


Por **Alexandre Sammogini**



O Brasil aloca 54,3% de todos os ativos previdenciários em renda fixa, de acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Ficamos atrás apenas de México (78,7%), Rússia (76,0%) e Índia (68,6%). A título de comparação, os Estados Unidos concentram apenas 22,3% dos seus recursos previdenciários nessa classe de ativo, pois as taxas de juros da economia lá são bem mais baixas do que nos países emergentes.

Gráfico 1: Distribuição dos Investimentos por Classes de Ativos (em %)

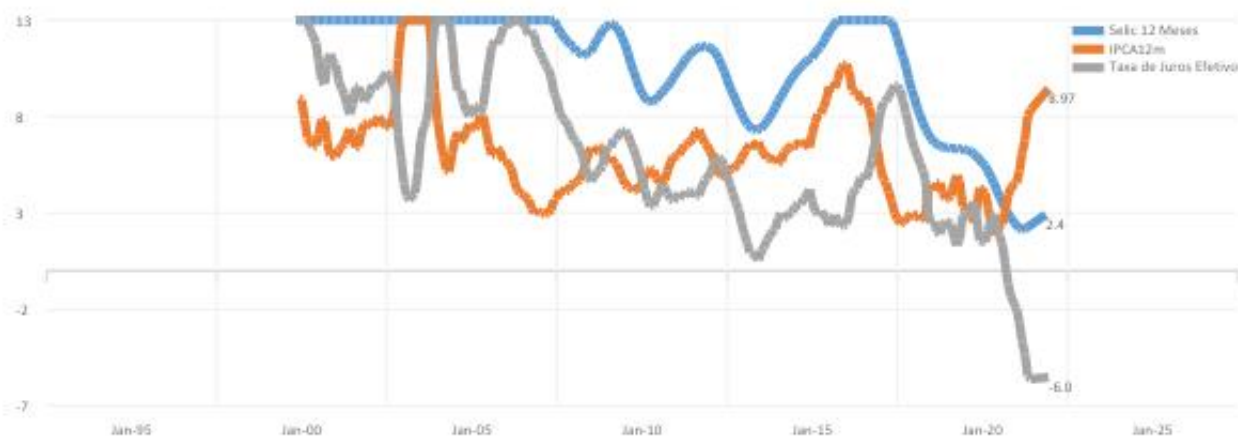


Fonte: OCDE/Pension Markets in Focus - 2020

Ainda temos de superar vários desafios fiscais para que possamos ter juros reais compatíveis com os observados nos países mais avançados, mas sou otimista quanto à sustentabilidade das contas públicas brasileiras no médio prazo, especialmente porque já enfrentamos o maior deles: a aprovação da reforma da previdência. Se continuarmos aprovando reformas estruturais, entendo que a direção estará dada, sendo questão de tempo para alcançarmos taxas de juros reais cada vez menores, sabendo que a trajetória não é linear, especialmente no curto prazo, diante da alta de inflação medida pelo IPCA de 9,0% no acumulado em 12 meses findo em julho de 2021.

Resumindo, a taxa de juros real é o grande farol para a estratégia de investimentos dos gestores de previdência, que, por definição, tem um olhar focado no longo prazo. Olhando pelo retrovisor, a taxa de juros real efetiva foi negativa, alcançando - 6,0% em julho de 2021, dado que a Selic esteve constantemente abaixo da inflação desde setembro do ano passado. Com efeito, os investidores que aumentaram a participação de seus ativos em renda variável, possivelmente tiveram uma rentabilidade maior, maximizando os benefícios da diversificação de carteira.

Gráfico 2: Taxa de Juros Real Efetiva e Componentes (% a.a.)

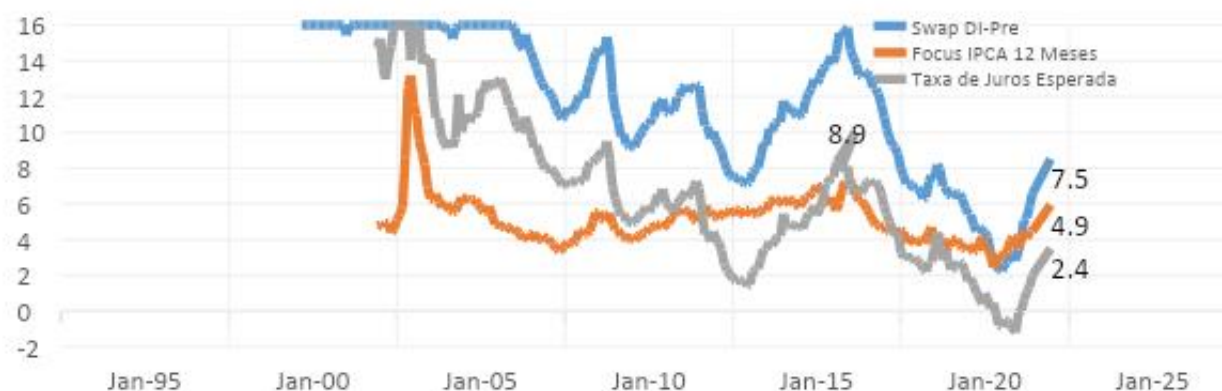


Fonte: IBGE, SGS e Focus/BCB. Nota: Para jul/21, utilizou-se a expectativa do Focus para o IPCA de 30/07/21.

Olhando para frente, os investidores monitoram a taxa de juros real esperada, formada pela diferença entre a expectativa dos agentes para a taxa de juros futuro, geralmente medida pela curva Swap Di-Pré 360, e a inflação futura, registrada pela mediana das expectativas do Focus 12 meses à frente. Esse é um indicador relevante para decisões de alocação, haja vista que os empresários comparam a expectativa de retorno do investimento com o retorno esperado em títulos públicos (ativo sem risco). Ressalta-se que desde fevereiro deste ano, a taxa de juros real esperada voltou ao campo positivo, tendo registrado 2,4% em julho de 2021.

Neste sentido, a tendência é que os gestores de previdência aloquem mais recursos em renda fixa no curto prazo, diante desta alta da trajetória da taxa de juros reais esperada, fazendo com que a renda variável não seja tão atraente quanto nos últimos meses. É imprescindível mencionar, porém, que mesmo com a alta nos últimos meses, a taxa de juros real esperada está bem abaixo do patamar de 8,9%, registrado em setembro de 2015, conforme gráfico abaixo:

Gráfico 3: Taxa de Juros Real Esperada e Componentes (% a.a.)



Fonte: SGS e Focus/BCB e Ipeadata. Nota: Para jul/21, utilizou-se a Swap DI-Pré disponível diretamente na B3

Há outros fatores estruturais que podem influenciar a estratégia dos gestores de previdência, em especial, a atualização da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3.922, de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Atualmente, a renda fixa representa 78,9% e renda variável 12,4% do total de ativos (R\$ 210,9 bilhões). Essa concentração se deve, em

grande medida, ao limite máximo de 30% que os RPPS podem investir, conjuntamente, em renda variável, investimentos imobiliários e estruturados. A título de ilustração, a Resolução CMN nº 4.661, de 2018, permite que as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) possam alocar até 70% em renda variável do total de recursos do Regime de Previdência Complementar (RPC), que representa R\$ 1,06 trilhão.

Tabela 1: Comparação entre as Resoluções CMN 3.922/2010 e 4.661/2018

SEGMENTO	EFPC	RPPS	ADESÃO AO PRÓ-GESTÃO			
			NÍVEL I	NÍVEL II	NÍVEL III	NÍVEL IV
Renda Fixa	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Renda Variável*	70%	30%	35%	40%	45%	50%
Estruturado*	20%		-	-	-	-
Imobiliário**	20%		-	-	-	-
Operações com participantes	15%	-	-	-	-	-
Exterior	10%	10%				
*No caso dos RPPS a Resol. 3922 o Art. 8º Renda Variável e Investimentos Estruturados						
**No caso dos RPPS, os Fundos Imobiliários estão inclusos no art. 8º						

Torna-se digno de nota o excelente trabalho com sugestões de aperfeiçoamentos para a 3.922/2010, liderado pela Secretaria de Previdência, que contou com a participação de vários órgãos do Governo Federal, da Associação Nacional dos Membros dos Tribunais de Contas (ATRICON) e do Conselho Nacional de Dirigentes de Regimes Próprios de Previdência Social (CONAPREV), representando os RPPS de estados e municípios, com destaque para a participação da Associação Brasileira de Instituições de Previdência (ABIPEM). - [clique aqui](#) para acessar o relatório do Grupo de Trabalho pode ser acessado no seguinte link:

Assim como a Reforma da Previdência fortaleceu a implantação do Regime de Previdência Complementar, é imperioso que a Resolução CMN 3.922/10 seja atualizada na direção da 4.661/2018, permitindo que os gestores de RPPS possam ter instrumentos mais adequados para alcançar suas metas atuariais, nos mesmos moldes que atualmente é permitido para as EFPC.

Fonte: [Abrapp em Foco](#), em 28.09.2021.

[1] Arnaldo Lima é Diretor de Estratégias Públicas da MAG.