

Por Antônio Fernando Gazzoni, Guilherme Brum Gazzoni, Cesar Luiz Danieli e João Marcelo Barros  
Leal M. Carvalho (\*)

Na última quarta-feira (09/09/15), a Standard & Poor's rebaixou a nota de crédito do Brasil de BBB- para BB+, fazendo com que o Brasil deixasse de ser classificado como um país com grau de investimento e passasse a grau especulativo. Em meio a uma séria crise econômica, agravada por uma grave crise política, a S&P retirou do Brasil o selo de bom pagador, sob a justificativa que "os desafios políticos que o Brasil enfrenta continuam a pesar na capacidade do governo de submeter ao Congresso uma proposta de Orçamento consistente com a política de correção prometida no início do segundo mandato da presidente Dilma Rousseff".

Não há dúvidas de que este fator é mais um duro golpe sofrido pela economia brasileira, que poderá se tornar ainda mais severo se as outras grandes agências (Moody's e Fitch) acompanharem o movimento da S&P. Mesmo antes que isto ocorra, já é possível ver consequências quase imediatas ao rebaixamento: nesta segunda, o governo apressou-se para apresentar um pacote de medidas de austeridade para reequilibrar o orçamento de 2016, que incluirá a criação ou do aumento de impostos, e agentes econômicos já revisam, para baixo, suas perspectivas de crescimento para os próximos anos, evidenciando uma expectativa de que a desejada recuperação econômica será ainda mais demorada.

Mas, e para os fundos de pensão? O que isso acarreta? Sem ousarmos ser exaustivos, mas visando analisar esse acontecimento à luz do segmento das entidades fechadas de previdência complementar, apresentamos, a seguir, a lista de 10 consequências que vislumbramos no momento para os fundos de pensão, em face ao rebaixamento da nota de crédito do Brasil.

**1. Dificuldade em obter novos patrocinadores:** a perda do grau de investimento pelo Brasil, acompanhado pelo rebaixamento da nota de crédito de diversas outras empresas nacionais, faz com que a economia brasileira tenda a ter um ritmo mais lento de recuperação. Portugal, por exemplo, que passou pelo *downgrade* em 2011, enfrentou, à época, a segunda maior recessão de sua história, com seu PIB caindo 7,3% de 2010 a 2013. Neste cenário difícil e repleto de incertezas, as empresas relutam em criar novos compromissos financeiros e assumir riscos que não os dos seus próprios negócios. Com isso, torna-se mais difícil que empresas tomem a decisão de oferecer um plano de previdência complementar fechado aos seus empregados.

**2. Reestruturação de fundos de pensão:** momentos de crise são ocasiões em que as empresas ficam, cada vez mais, atentas aos seus gastos. A crise do subprime americano em 2008/2009, por exemplo, nos mostrou que, quando a situação "aperta", as empresas patrocinadoras buscam adotar estruturas mais eficientes para a gestão dos seus planos de benefícios previdenciários. A redução do número de EFPC e o aumento de planos administrados por multipatrocinadas, ocorrida após a referida crise, é uma consequência dessa busca por maior eficiência operacional. Mas não se pode afirmar que a migração para um fundo multipatrocinado é a "fórmula mágica" para todas as empresas patrocinadoras. Naturalmente, cada caso deve ser analisado à luz de suas especificidades e muitas vezes a manutenção de um fundo de pensão próprio é a melhor solução. Ainda nesses casos, pode-se esperar que as EFPC venham a rever suas estruturas internas e seus prestadores de serviço, de modo a maximizar a relação custo/benefício, em prol da otimização de sua gestão.

**3. Estagnação ou redução no número de participantes:** novamente fazendo alusão ao caso lusitano, pode-se inferir que o rebaixamento do Brasil agravará ainda mais o aumento das taxas de desemprego que se tem experimentado nos últimos meses. No final de 2013, Portugal sentiu o ápice do desemprego causado, dentre outros fatores, pela reclassificação de sua nota de crédito ocorrida em 2011, ficando a taxa de desemprego, dentre os jovens de 16 e 24 anos, em 35,7%. A emigração também se elevou, com mais de 200 mil portugueses cruzando as fronteiras do país de

2010 a 2013. Se cenário semelhante vier a acontecer no Brasil, naturalmente isso restringirá o ingresso de novos participantes e, a depender da severidade, poderá, até mesmo, acarretar a redução do número de participantes dos fundos de pensão e de seus respectivos volumes de reserva, que, ao deixarem seus empregos, podem resgatar suas poupanças e se desligar dos planos de benefícios.

**4. Maior concentração de investimentos em títulos públicos:** a lógica de mercado nos ensina que, quanto maior é a possibilidade de não se ter de volta um valor emprestado, maior será o juro cobrado por aquele empréstimo. Embora o Brasil ainda esteja distante de um risco de *default*, segundo a própria S&P e demais agências classificadoras de risco, é certo que o risco soberano brasileiro se elevou, fazendo com que o governo tenha que remunerar mais para que possa angariar compradores para os seus títulos. Para reforçar essa previsão, podemos citar o caso Turco, que, após seu rebaixamento em 1994, viu suas taxas de juros dispararem. Não se pode negar, também, que grande parte desse aumento das taxas de remuneração dos títulos públicos já foi precificado antes mesmo do rebaixamento do Brasil. Mas tal rebaixamento faz com que não se tenha, num horizonte de curto/médio prazo, perspectivas de redução das taxas de juros brasileiras.

**5. Aumento da procura por investimentos no exterior:** a desvalorização da moeda brasileira, atrelada ao difícil cenário econômico, que acarreta o enfraquecimento das empresas nacionais e consequente aumento do risco dos investimentos atrelados a elas, faz com que haja uma tendência de se aumentar a procura por investimentos no exterior. A desvalorização da moeda, por sinal, tem sido uma constante em países que perdem grau de investimento. Na Rússia, o Rublo, que já vinha se desvalorizando devido às antecipações do mercado, sofreu queda de 6,5% em relação à véspera do anúncio do rebaixamento. Na Turquia, o valor da Lira despencou em questão de dias (de 17.000 liras para cada dólar para 30.000 liras). Este cenário propicia uma tendência de maior procura por investimentos fora do Brasil, visando obter uma melhor combinação de rentabilidade e risco. Naturalmente, há de se fazer a ressalva de que, assim como todo investimento, este também traz consigo riscos, que, neste caso, reside principalmente no fato de o mercado já ter precificado antecipadamente o rebaixamento e a taxa de câmbio já ter subido mais de 40% desde o início do ano, não se podendo afirmar se o Real continuará se desvalorizando frente ao Dólar, ou se irá se recuperar, apesar de as perspectivas apontarem para maior desvalorização até o final de 2016.

**6. Enfraquecimento do mercado de capitais brasileiro:** investimentos em ações tendem a ficar mais arriscados, uma vez que o downgrade faz com que haja uma tendência de fuga de capital das empresas brasileiras, especialmente se houver o rebaixamento do Brasil por mais uma das principais agências de rating do mundo (Moody's ou Fitch), já que as cartilhas internacionais, em geral, baseiam-se na classificação de duas das três agências para guiar suas opções de investimentos. Assim, seguindo a lei da oferta e da demanda, uma menor procura por parte dos investidores institucionais tende a fazer com que o valor das ações das empresas listadas na Bovespa caia. Esta análise, no entanto, é feita numa situação teórica de *coeteris paribus*. Na prática, sabe-se que há diversos outros fatores que influenciam o valor de uma ação e que podem fazer com que essa tendência de desvalorização se reverta positivamente.

**7. Maior necessidade de se implementar um aprimoramento normativo:** justamente em cenários de maior volatilidade é que as EFPC clamam por normas mais flexíveis, que não sacrificuem aqueles envolvidos em um fundo de pensão (participantes, assistidos e patrocinadores), sem que haja perda da segurança em relação ao plano de benefícios. Nesse contexto, o segmento vem trabalhando há algum tempo, com maior aceleração desde 2014, na mudança das regras de solvência das EFPC, sendo que, no momento, aquelas que vêm sendo exaustivamente debatidas e testadas entre governo e sociedade civil estão muito próximas de serem apreciadas pelo CNPC e, espera-se, entrem em vigor, mesmo que opcionalmente, ainda neste exercício, observando os resultados do final do exercício de 2014.

**8. Revisão de premissas e da precificação de passivos:** para os planos de benefícios que usam componente atuarial em seus cálculos, há que se alertar que a instabilidade do cenário

econômico, agravada pela perda do grau de investimento pelo Brasil, acarreta maior dificuldade em se realizar projeções de longo prazo, necessárias para a definição das taxas de juros atuariais a serem adotadas planos de benefícios. Neste sentido, taxas de juros precificadas de forma inadequada, bem como imprecisões em outras hipóteses atuariais que também são afetadas por este cenário instável, como o crescimento salarial e o fator de capacidade (ligado à inflação), poderão gerar déficits e chamadas extraordinárias de contribuição, caso tais hipóteses tenham sido embasadas em projeções “melhores” do que as que efetivamente venham a ocorrer. Nesse cenário, é fundamental que os passivos estejam corretamente precificados e utilizando premissas aderentes ao contexto atual.

**9. Alterações na relação Ativos X PIB:** como já tivemos oportunidade de analisar em [outro Artigo](#), um dos principais indicadores utilizados para mensurar a expressividade do sistema de previdência complementar de um país é a relação entre o total de investimentos detidos pelos fundos de pensão locais em comparação com o PIB nacional. Analistas econômicos são unânimes em prever que haverá um encolhimento da economia brasileira para os próximos anos, acarretando portanto em redução do PIB. Por outro lado, esperamos que os ativos dos fundos de pensão, mesmo diante das adversidades, continuem crescendo em ritmo real e consistente. Dessa forma, esperamos uma melhora da referida relação Ativos x PIB para os próximos anos, invertendo a tendência de queda que vinha sendo observada.

**10. Oportunidades de investimento e maior necessidade de gestão de risco:** apesar do cenário adverso advindo do rebaixamento, nunca é demais lembrar que em toda a crise existem oportunidades. Como diz o ditado popular, enquanto uns choram, outros vendem lenços para enxugar as lágrimas. As saídas mais açoitadas dos investidores de posições detidas em ações podem tornar atraente o preço de algumas empresas listadas na bolsa. Para aquelas EFPC que podem dispensar algum recurso para ações e estejam apoiadas em boas análises de mercado, podem surgir oportunidades interessantes de investimento. Entretanto, com os juros em patamares elevados, e a possibilidade de se elevarem um pouco mais, há, com certeza, oportunidades que não podem ser desprezadas na renda fixa. Certamente, em momentos como estes, as análises de risco ganham maior importância do que já possuem, e as EFPC devem estar muito atentas nesse sentido.

E você, vê outras consequências, para os fundos de pensão, advindas do rebaixamento do Brasil? Deixe seu comentário abaixo e nos ajude a compreender os impactos deste componente econômico para o segmento das entidades fechadas de previdência complementar.

(\*) **Antônio Fernando Gazzoni** é atuário, graduado pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Administrador de Empresas, graduado pela Universidade Federal da Paraíba-UFPB, especializado em Fundos de Pensão e Gestão de Investimentos Alternativos, pela The Wharton School – Filadélfia, PA – EUA, Especializado em Corporate Governance for Institutional Investors, pelo Graduate School of Business of Chicago, IL – EUA, certificado pelo Instituto de Certificação dos Profissionais de Seguridade Social – ICSS. É diretor presidente da GAMA Consultores Associados.

(\*) **Guilherme Brum Gazzoni** é Administrador, graduado pela Universidade de Brasília – UNB; Pós-Graduado em Finanças pelo IBMEC; e com Especialização em Entrepreneurship pela Babson College – Boston / Massachussets. É Diretor Administrativo e Comercial da GAMA Consultores Associados.

(\*) **Cesar Luiz Danieli** é Atuário, graduado pela UFRGS, com Master em Auditoria Internacional e Gestão Empresarial – Universidad Europea Miguel de Cervantes / Espanha e Pós-graduação em Gestão Financeira com ênfase em Mercados de Capitais – Fundação Getúlio Vargas – FGV. É Diretor de Previdência, Saúde e Seguros da GAMA Consultores Associados.

(\*) **João Marcelo Barros Leal M. Carvalho** é Atuário, graduado pela Universidade Federal do Ceará, com MBA em Finanças pela Fundação Getúlio Vargas e graduando em Direito pelo Centro Universitário de Brasília – UniCeub. É Diretor de Operações e Previdência da GAMA Consultores

Associados.

**Fonte:** [GAMA Consultores Associados](#), em 15.09.2015.