

Efeitos da Covid-19 na Resiliência Financeira dos Regimes de Previdência Municipais

DIANA VAZ DE LIMA

Universidade de Brasília

EDUARDO AUGUSTO REICHERT

Instituto de Previdência dos Funcionários Públicos Municipais de Guarulhos

RONALDO DE OLIVEIRA

Consultor credenciado na Comissão de Valores Mobiliários

Resumo

O objetivo deste estudo é analisar os efeitos da Covid-19 na resiliência financeira dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) municipais. Para tratar a questão da pesquisa, a partir da avaliação dos *benchmarks* (parâmetros) da família ANBIMA, foi avaliado como a alteração dos fundamentos do mercado financeiro em tempos de pandemia impactam a relação risco *versus* retorno, mesmo no caso dos principais “segmentos” em que os RPPS podem investir: Renda Fixa, Multimercado, Renda Variável e Exterior. Adicionalmente, foram avaliadas as informações relativas às rubricas de fontes de financiamento de 949 RPPS municipais (com dados válidos da Secretaria de Previdência) constantes no Demonstrativo de Informações Previdenciárias e Repasses (DIPR) e Parcelamento de débitos dos RPPS, relativos ao mês de fevereiro de 2020, para analisar se, com a eventual suspensão do recolhimento da contribuição patronal (possibilidade aberta pelo Programa Federativo de Enfrentamento ao Coronavírus - PLP 39/2020), os recursos seriam suficientes para o pagamento dos benefícios previdenciários do período. Os achados da pesquisa mostram que em momentos de *stress* os fundamentos do mercado financeiro se invertem, fazendo com que os investimentos menos promissores passem a ser os mais promissores em razão do efeito de desvalorização da marcação a mercado (*MtM*). No caso das fontes de financiamento, havendo autorização em lei municipal específica para a suspensão do recolhimento das contribuições patronais, 74,6% dos RPPS teriam de desmontar sua posição de investimentos para conseguir arcar com o pagamento dos benefícios previdenciários, realizando perdas que no seu devido tempo poderiam ser recuperadas. As análises do estudo reforçam os achados da pesquisa de Lima e Aquino (2019) sobre a necessidade de que no ambiente pós-pandemia da Covid-19 seja instalado nos RPPS um padrão de resposta transformador e proativo, onde os gestores possam refletir sobre as vulnerabilidades e nível de riscos a que os RPPS ficaram expostos.

Palavras-chave: Covid-19; Previdência Municipal; Resiliência Financeira; Brasil.

1. INTRODUÇÃO

A pandemia do coronavírus (Covid-19) está colocando a posição de financiamento e investimento dos fundos de previdência de servidores públicos de cargo efetivo sob enorme pressão no Brasil e no mundo. A volatilidade dos investimentos e um forte aumento nos deficit que têm se acumulado ao longo dos anos coincidiram com a forte pressão financeira que a pandemia está embutindo sobre muitos governos nacionais. No Reino Unido, por exemplo, o órgão regulador emitiu anúncios reconhecendo o impacto potencial da Covid-19 no financiamento e investimentos dos fundos de pensões públicos de Benefício Definido (BD), em razão das medidas que venham a suspender ou reduzir as contribuições ou equacionamento de deficit (Magoffin; Heath; Murphy; Rajapakse; Jackson & Davies, 2020).

A literatura reconhece que a complexidade das questões enfrentadas pelos regimes de pensões públicos e os deveres específicos a que seus gestores estão sujeitos não se adaptam facilmente a uma crise dessa velocidade e profundidade (Magoffin et al, 2020). Paull (2020) defende que um diálogo aberto entre todos os envolvidos garantirá que os problemas sejam resolvidos com rapidez e justiça.

Pesquisas envolvendo a capacidade de as organizações se adaptarem a choques externos e continuarem operando em condições adversas (resiliência) vêm sendo desenvolvidas pela academia há algum tempo (Hood, 1991; Coutu, 2002; Irigaray, Paiva & Goldschmidt, 2017). Na sua forma financeira, a resiliência reflete a capacidade das organizações anteciparem, absorverem ou reagirem a choques que afetem suas finanças (Barbera; Jones; Korac; Saliterer & Steccolini, 2017). No caso da Covid-19, a capacidade financeira e institucional são determinantes essenciais da resiliência de uma economia em choque (Noy; Doan; Ferrarini & Park, 2020).

Ao analisarem a resiliência financeira de fundos de regimes próprios de previdência em municípios brasileiros, Lima e Aquino (2019) constataram que mesmo antes da pandemia, as prefeituras já acomodavam pressões orçamentárias interrompendo repasses ao fundo ou reduzindo alíquotas. Em seus estudos, os pesquisadores verificaram também que, em alguns casos, até mesmo a carteira de investimentos vinha sendo utilizada intempestivamente para pagar os benefícios previdenciários, demonstrando que já havia um padrão fraco de resiliência financeira instalado.

Lima (2020) alerta que em tempos de pandemia, as decisões que vêm sendo tomadas têm impactos ainda mais preocupantes. De acordo com a pesquisadora, além da forte oscilação no mercado financeiro nacional e internacional, que atingiu duramente as reservas que estão sendo capitalizadas para o pagamento das futuras aposentadorias, diversas ações políticas têm sido costuradas. Ao aprovar o Programa Federativo de Enfrentamento ao Coronavírus (PLP 39/2020), o Congresso Nacional suspendeu os pagamentos dos refinanciamentos de dívidas dos Municípios com a previdência social com vencimento entre 1º de março e 31 de dezembro de 2020 (art. 9º), e estendeu essa possibilidade para o recolhimento das contribuições patronais dos Municípios devidas aos respectivos Regimes Próprios, desde que autorizada por lei municipal específica (art. 9º, §2º).

Com relação à volatilidade do mercado financeiro, o fato de pandemias como a Covid-19 afetarem partes diferentes do espectro econômico, certamente moldará futuras investigações de risco de cauda e mercados financeiros (Goodell, 2020). Quando o mercado cai, as economias previdenciárias são afetadas. Para piorar as coisas, o governo estadual e local já não têm dinheiro suficiente para pagar todos os compromissos que fizeram (Hohman, 2020).

Nesse cenário, considerando o fato de a interrupção de contribuições e repasses e o uso intempestivo da carteira de investimentos dos fundos de previdência municipais estarem entre as principais respostas para pressões financeiras utilizadas pelas prefeituras, e que a sustentabilidade fiscal do governo mantenedor e a sustentabilidade financeira do fundo previdenciário são interconectadas (Lima & Aquino, 2019), o presente estudo tem como objetivo analisar os efeitos da Covid-19 na resiliência financeira dos fundos de previdência municipais.

2. METODOLOGIA

Para tratar a questão da pesquisa, inicialmente verificou-se como a questão da pandemia da Covid-19 tem afetado os fundamentos básicos do mercado financeiro, que vinham apresentando um cenário declinante da taxa básica de juros SELIC, fazendo com que os investidores assumissem maiores riscos em busca de maiores retornos para atingirem seus objetivos, o que acaba sendo uma estratégia totalmente contrária a ser executada no caso do *stress* do mercado financeiro causada pela triste pandemia, quando os investidores, da noite para o dia, querem buscar os investimentos mais seguros com muito menor risco, contrariando toda a sua estratégia de investimentos montada inicialmente.

Para tanto, foram avaliados os seguintes benchmarks (parâmetros) da família ANBIMA: o IMA-S (pós fixado à taxa básica de juros Selic), o IRFM1 (compreende os títulos prefixados LTN e NTN-F que tenham o prazo a vencer até 1 ano), o IRFM (compreende todos os títulos prefixados LTN e NTN-F, independentemente do prazo a vencer de cada um), o IRFM1+ (compreende os títulos prefixados LTN e NTN-F que possuem o prazo a vencer maior que 1 ano), o IMA-B5 (compreende os títulos NTN-Bs que tenham o prazo a vencer até 5 anos), o IMA-B (compreende todos os títulos NTN-Bs, independentemente do prazo a vencer de cada um) e o IMA-B 5+ (compreende os títulos NTN-Bs que tenham o prazo a vencer maior que 5 anos).

Tais avaliações se deram tanto em um cenário normal, de queda da taxa de juros, quanto em um cenário de *stress*, de alta da taxa de juros, analisando-se cada um dos benchmarks com relação ao binômio risco *versus* retorno. A mesma análise também foi feita para os principais “segmentos” em que os RPPS podem investir: Renda Fixa, Multimercado e Renda Variável, tendo em vista os ditames da Resolução CMN nº 3.922/10 e suas atualizações (valendo ressaltar que ainda existe o Segmento de Investimentos no Exterior, no qual poucos RPPS possuem recursos alocados).

Na sequência, foram avaliadas as informações relativas às rubricas de fontes de financiamento dos RPPS constantes no Demonstrativo de Informações Previdenciárias e Repasses (DIPR) e Parcelamento de débitos dos RPPS (contribuições + aportes + parcelamentos + acréscimos legais + contribuição servidores cedidos ou licenciados + recebimento de compensação + outras receitas), entregues no mês de fevereiro de 2020 para a Secretaria de Previdência (SPrev). Foram coletadas informações de 949 municípios que se encontravam disponíveis no site da SPrev no momento deste estudo, avaliando se todas as entradas de caixa neste mês eram suficientes para pagar os benefícios previdenciários do período.

Considerando a possibilidade de as contribuições patronais e parcelamentos virem a ser suspensos em decorrência de lei municipal específica, em um segundo momento os valores das contribuições patronais, suas correções e parcelamentos já firmados foram retirados dos cálculos realizados, de modo a analisar se as demais fontes de recursos seriam

suficientes para o pagamento dos benefícios previdenciários devidos ou se haveria a necessidade de utilizar os recursos alocados na carteira de investimentos para que os compromissos fossem honrados.

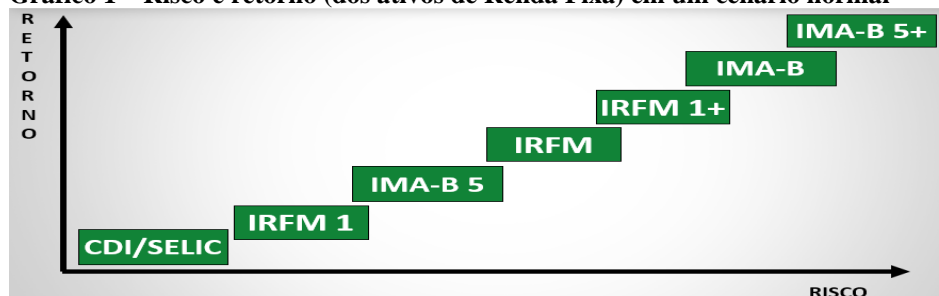
3. RESULTADOS

Segundo Tversky e Kahneman (1979), em momentos de risco o investidor apresenta comportamento não racional, agindo contrariamente ao que é recomendado. Quando se analisa o ambiente instalado pela pandemia da Covid-19, quando as taxas se elevam e, conseqüentemente o *stress* de mercado passa a operar, é recomendado que o investidor tenha o máximo de parcimônia possível, o máximo de tranquilidade para não efetuar o resgate, a venda e, infelizmente, realizar a perda patrimonial. Essa recomendação também se aplica aos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), como são definidos os fundos de previdência de servidores públicos na legislação previdenciária brasileira. Mas, como o investidor apresenta comportamento não racional, esse fundamento nem sempre é observado.

De acordo com pesquisadores e especialistas no tema, como o mercado financeiro é repleto de possibilidades de investimentos e é difícil identificar a melhor opção, o investidor com acesso às melhores informações e modelos estará mais qualificado a tomar decisões em relação a uma oportunidade de investimentos (Varga, 2001; Milani & Ceretta, 2012; Gaspar; Santos & Rodrigues, 2014). Gaspar, Santos e Rodrigues (2014) apresentam que o desempenho dos papéis contribuirá para o direcionamento de maneira mais objetiva dos recursos dos investidores, que buscam as aplicações mais adequadas às suas expectativas de risco e retorno para uma melhor seleção de ativos para fins de composição da carteira.

O que acontece, contudo, é que na maior parte das vezes a questão não é que a alocação da carteira dos RPPS tenha sido feita de forma errada, mas pode ser em razão de as taxas praticadas pelo mercado terem passado a soprar para uma direção diversa daquela que o RPPS está inicialmente posicionado. No caso da pandemia da Covid-19, teorias como a do valor extremo (TVE) podem ajudar a explicar porque neste tipo de cenário os retornos fogem da média de distribuição (Gnedenko, 1943; Papini, 2019). Assim, ao avaliar os seguintes níveis (degraus) de risco *versus* retorno para cada um dos *benchmarks* (parâmetros) da família ANBIMA, quanto maior a assunção de risco (eixo x), espera-se maior retorno (eixo y) (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Risco e retorno (dos ativos de Renda Fixa) em um cenário normal

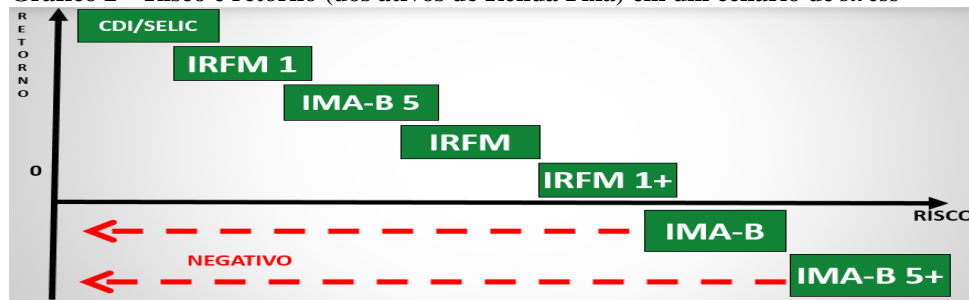


Fonte: Elaboração própria a partir dos fundamentos de risco retorno

Como se pode observar no Gráfico 1, em um momento de normalidade do mercado, em um ciclo de queda da taxa de juros, sem *stress*, os investimentos menos promissores seriam os que estão atrelados à taxa de juros de 1 dia: CDI ou Selic (IMA-S), enquanto que os mais promissores seriam os atrelados à títulos públicos com os prazos de vencimentos mais

longos: IRFM1+ e IMA-B5+. No entanto, no caso da ocorrência de *stress* no mercado, o que se constata é a inversão do binômio risco *versus* retorno apresentado anteriormente, como se colocasse um espelho (efeito espelho) no eixo x e, consequentemente, refletisse cada um deles (Gráfico 2).

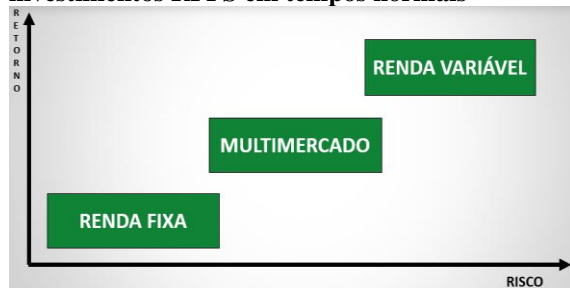
Gráfico 2 – Risco e retorno (dos ativos de Renda Fixa) em um cenário de *stress*



Fonte: Elaboração própria a partir dos fundamentos de risco retorno

Na ocorrência de *stress* de mercado, conforme observa-se no Gráfico 2, as taxas de juros começam a ficar cada dia maiores (o que vem ocorrendo em virtude da pandemia da Covid-19), fazendo com que o investimento menos promissor (CDI e IMA-S) passe a ser o investimento mais promissor (IRFM1+ e IMAB5+), devido ao efeito de desvalorização da marcação a mercado (*MtM*). A mesma lógica pode ser observada quando abordados os principais “segmentos” em que os RPPS podem investir: Renda fixa, Multimercado e Renda Variável, cujas configurações de risco *versus* retorno é alterada em seus fundamentos (Gráficos 3 e 4).

Gráfico 3 – Configuração risco e retorno investimentos RPPS em tempos normais



Fonte: Elaboração própria

Gráfico 4 – Configuração risco e retorno investimentos RPPS em tempos de *stress*



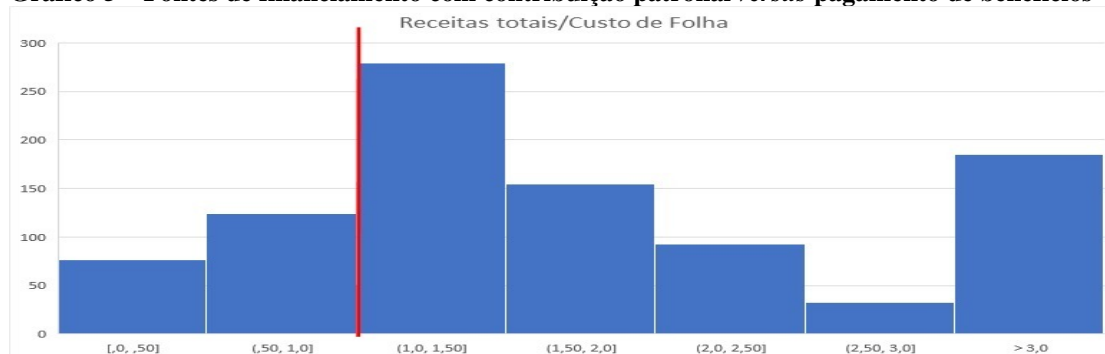
Fonte: Elaboração própria

O que se pode concluir, portanto, é que em tempos de pandemia nada adianta o gestor do RPPS mudar a posição da carteira de investimentos em busca de uma nova direção, pois errará duas vezes: uma no momento em que estiver direcionando sua carteira para a mesma direção na qual o *stress* de mercado está apontando e, outra, no momento em que buscar novamente a direção do mercado, quando este já estiver voltado para a sua normalidade.

Por outro lado, quando se analisa as informações relativas às rubricas de fontes de financiamento dos RPPS constantes no Demonstrativo de Informações Previdenciárias e Repasses (DIPR) e Parcelamento de débitos dos RPPS (contribuições + aportes + parcelamentos + acréscimos legais + contribuição servidores cedidos ou licenciados + recebimento de compensação + outras receitas), relativas aos dados extraídos do mês de fevereiro de 2020 dos 949 RPPS analisados, se verifica que esses valores totalizavam em

torno de R\$ 2,6 bilhões de reais de contribuições (receitas) contra R\$ 2,2 bilhões de reais de benefícios (despesas), gerando um fluxo de caixa superavitário de mais de 370 milhões de reais. A linha vermelha é quando a entrada de recursos em caixa (receitas) é igual à saída de recursos (despesas) (Gráfico 5).

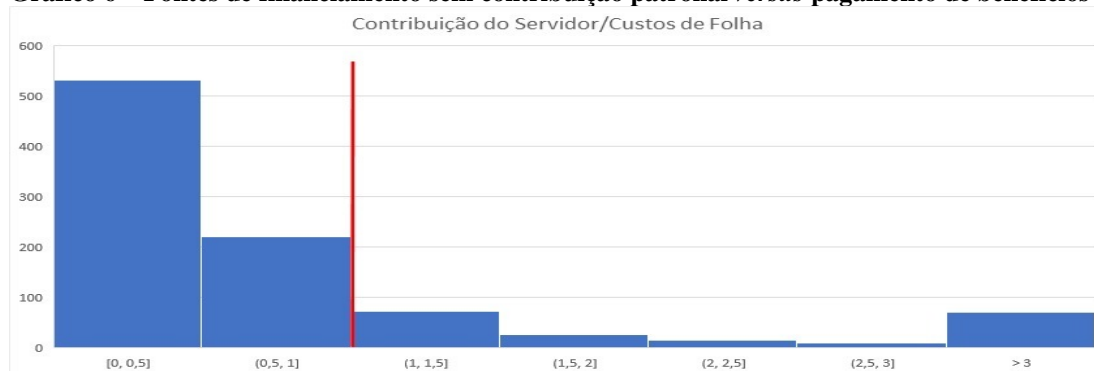
Gráfico 5 – Fontes de financiamento com contribuição patronal versus pagamento de benefícios



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados.

Quando se exclui dessa base a contribuição patronal e parcelamentos, expectativa criada em razão do PL nº 39/2020, há uma queda acentuada nas fontes de financiamento para em torno de R\$ 550 milhões de reais (receitas) contra R\$ 2,2 bilhões de reais de benefícios (despesas), gerando um fluxo de caixa deficitário de mais de R\$ 1,6 bilhão de reais (Gráfico 6).

Gráfico 6 – Fontes de financiamento sem contribuição patronal versus pagamento de benefícios



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados.

Assim, quando se analisa o total de fontes de financiamento constantes no DIPR, incluindo, portanto, as contribuições patronais e de servidores (Gráfico 15), para 83,5% da amostragem é possível pagar a folha de benefícios somente com a entrada de recursos. Neste cenário, apenas 16,5% dos RPPS precisariam utilizar os recursos alocados na carteira de investimentos para efetuar o pagamento dos benefícios previdenciários. Contudo, quando se analisa as mesmas fontes constantes no DIPR retirando os valores das contribuições patronais e parcelamentos (Gráfico 6), pouco mais de 25% dos RPPS conseguem honrar seus compromissos, sem mexer nas aplicações. Ou seja, 74,6% do sistema teria de desmontar sua posição de investimentos para conseguir arcar com suas responsabilidades. Registre-se que para mais de 500 dos RPPS analisados a contribuição dos servidores representa menos da metade da folha de benefícios previdenciários a serem pagos.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em um momento de crise, de *stress* de mercado, principalmente como o causado pela pandemia do Covid-19, as posições dos *benchmarks* vão se alterar devido ao “efeito espelho”, fazendo com que aquilo que era promissor a médio e longo prazo, passe a apresentar rentabilidades não favoráveis e aquilo que não era promissor passe a apresentar bons resultados. Por isso, neste momento, o objetivo dos gestores deveria ser o de recuperar toda a desvalorização ocorrida nas carteiras de investimentos dos RPPS.

Contudo, em havendo interferência política, como a que tem sido considerada em razão da possibilidade aberta pelo PL nº 39/2020, que permite que lei local venha a suspender o recolhimento das contribuições patronais, o efeito nas contas previdenciárias pode ser devastador, uma vez que a maioria dos RPPS terão de utilizar intempestivamente os recursos alocados na carteira de investimentos para efetuar o pagamento dos benefícios previdenciários, levando os gestores de RPPS a realizar perdas em suas carteiras de investimentos que no devido tempo poderiam ser recuperadas.

A literatura orienta que os *trustees* (curadores/administradores/gestores) devem considerar todas as solicitações dos entes patrocinadores, de acordo com seus deveres fiducionários, para conceder flexibilidades adicionais nas circunstâncias advindas com a pandemia da Covid-19. Contudo, qualquer que seja o curso de ação escolhido, os *trustees* devem documentar cuidadosamente suas decisões, para ajudar os entes patrocinadores a gerenciar o risco de qualquer ação regulatória futura (Magoffin et al, 2020). Os pesquisadores recomendam ainda que o órgão regulador responda rapidamente à crise, emitindo orientações sobre as ações que podem ser realizadas no curto prazo, como a suspensão ou redução de contribuições para cobertura de deficit e como lidar com as implicações para as avaliações atuariais atualmente em andamento (Magoffin et al, 2020).

Sobre as repercussões das decisões tomadas em tempos de pandemia nas avaliações atuariais, Magoffin et al (2020) alertam sobre o devido cuidado a ser dado. Consideram que como a maioria das avaliações atuariais já em andamento terem datas efetivas que precedem a turbulência econômica causada pela pandemia da Covid-19 (no caso do Brasil, 31/12/2019), a queda nos valores dos ativos e a variação dos rendimentos não devem passar diretamente por essas avaliações. Segundo os pesquisadores, opiniões adotadas quanto à prudência de certas premissas econômicas ou o grau em que o desempenho superior do investimento pode ser considerado nos planos de recuperação de deficit, e teriam o potencial de afetar os custos de financiamento.

Hohmann (2020) também considera que as perdas precisam ser reconhecidas pelos atuários dos sistemas em razão de afetar o financiamento, mas isso não deve acontecer instantaneamente. Segundo o pesquisador, é preciso analisar que quando a avaliação atuarial for feita, a saúde do fundo deve ser novamente avaliada. Em sua opinião, se o Estado conseguir controlar a pandemia da Covid-19 e retornar a pelo menos algum grau de normalidade, os investimentos poderão se recuperar e as perdas maciças de março nem aparecerão. Por isso, no caso dos regimes de previdências municipais brasileiras é importante que o recolhimento das contribuições patronais seja preservado, para que haja tempo de essas “perdas” serem recuperadas.

Outra consideração feita pelo pesquisador é que não há problema no financiamento dos fundos de pensões públicos que dinheiro extra não possa resolver. Em seu entendimento, o plano de recuperar o financiamento das aposentadorias e pensões após as perdas do mercado

já inclui o aumento de pagamentos no sistema, e atrasos podem dar ao Estado algum espaço extra para respirar, a partir da expectativa de uma curta pandemia. Alerta, contudo, que quando a crise acabar os legisladores devem combater o desejo de adiar o acerto de contas e, em vez disso, considerar o reconhecimento de perdas de mercado mais cedo do que as políticas previdenciárias atuais exigiriam (Hohman, 2020).

As análises do estudo reforçam os achados da pesquisa de Lima e Aquino (2019) sobre a necessidade de que no ambiente pós-pandemia da Covid-19 seja instalado nos RPPS um padrão de resposta transformador e proativo, onde os gestores possam refletir sobre as vulnerabilidades e nível de riscos a que os RPPS ficaram expostos. Assim, compreendendo suas capacidades de antecipação e reação aos choques, os gestores podem dar soluções mais transformadoras e ativas em busca da sustentabilidade financeira dos regimes de previdência municipais.

REFERÊNCIAS

Barbera, C., Jones, M., Korac, S., Saliterer, I., & Steccolini, I. (2017). Governmental financial resilience under austerity in Austria, England and Italy: How do local governments cope with financial shocks? *Public Administration*, 95(3), 670-697.

Coutu, D. L. (2002). How resilience works. *Harvard Business Review*, 80(5), 46-56.

Gaspar, B. C., Santos, D. F. L., & Rodrigues, S. V. (2014). Risco versus retorno das ações do setor imobiliário da BM&FBOVESPA no período de 2009 a 2012. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 13(3), 316-338.

Gnedenko, B. (1943). Sur la distribution limite du terme maximum d'une serie aleatoire. *Annals of mathematics*, 423-453.

Goodell, J. W. (2020). COVID-19 and finance: Agendas for future research. *Finance Research Letters*, 101512.

Hohman, J. M. (2020). *How the Pandemic Will Affect Public Sector Pension Plans: The System Currently has a Lot of Debt and Underfunded*. Disponível em: <<https://www.mackinac.org/how-the-pandemic-will-affect-public-sector-pension-plans>>, acesso em 21 de maio de 2020.

Hood, C. (1991). A public management for all seasons? *Public Administration*, 69, 3-19.

Irigaray, H. A. R., de Paiva, K. C. M., & Goldschmidt, C. C. (2017). Resiliência organizacional: proposição de mo <https://www.mackinac.org/how-the-pandemic-will-affect-public-sector-pension-plans> delo integrado e agenda de pesquisa. *Cadernos EBAPE. BR*, 15(Especial), 390-408.

Lima, D. V., & Busanelli de Aquino, A. C. (2019). Financial resilience of municipal civil servants' pension funds. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 30(81).

Lima, D. V. (2020). O Nefasto Efeito da Covid-19 no Cofrinho da Previdência. Disponível em: < https://www.researchgate.net/publication/341353563_O_Nefasto_Efeito_da_Covid-19_no_Cofrinho_da_Previdencia>, acesso em 20 de maio de 2020.

Magoffin, C.; Heath, D.; Murphy, A.; Rajapakse, T.; Jackson, L.; Davies, G. (2020). *The Impact on Pension Scheme Funding and Potential Actions Wich Employers and Trustees Can Take*. Freshfields Bruckhaus Deringer.

Milani, B., & Ceretta, P. S. (2012). Avaliação da performance de fundos de Investimento: a história do pensamento atual. *Revista Estudo & Debate*, 19(1).

Noy, I.; Doan, N.; Ferrarini, B.; Park, D. (2020). *The economic risk from COVID-19 is not where COVID-19 is*. Disponível em:< <https://voxeu.org/article/economic-risk-covid-19-not-where-covid-19>>

Papini, L. F. M. (2019). *Análise de risco de cauda em carteiras de ativos nacionais usando a teoria do valor extremo*. Dissertação (mestrado). Mestrado Profissional em Economia Empresarial e Finanças, Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós Graduação em Economia.

Paull, B. (2020). *Covid-19: What Employers Need to Know*. Disponível em:< <https://www.burnesspaull.com/insights-and-events/news/covid-19-what-employers-need-to-know>>, acesso em 11 de maio de 2020.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

Varga, G. (2001). Índice de Sharpe e outros indicadores de performance aplicados a fundos de ações brasileiros. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(3), 215-245.