

Condicionalidades

Sumário Executivo

- Em meados de junho, os bancos centrais dos EUA (*Federal Reserve*) e da Europa (*BCE*) sinalizaram de forma bastante eloquente que estão prontos a reduzir suas taxas básicas de juros em resposta à perspectiva cada vez mais real de desaceleração da economia global, sobretudo diante do recrudescimento das tensões econômicas entre EUA e China, que sem dúvida ultrapassam questões meramente comerciais e que, por isso mesmo, parecem mais distantes de uma solução no futuro próximo.
- Através de seus respectivos presidentes, tanto o *Fed* como o *BCE* deixaram claro que a manutenção do atual impasse entre as duas maiores potenciais econômicas (e militares) representa um risco particularmente grave a uma economia global que já vem mostrando sinais sucessivos de perda de vigor desde o início de 2018, o que tem gerado seguidas revisões para baixo não apenas nas projeções do PIB como também nas de inflação, justificando assim a ação dessas autoridades monetárias.
- À mesma época, o Copom também abriu as portas para um ciclo adicional de afrouxamento monetário, que pode começar já em sua reunião marcada para o final de julho próximo. No comunicado do encontro de 19 de junho, o Copom reconheceu a fragilidade do processo de recuperação da atividade doméstica bem como um cenário externo menos adverso, exatamente em função da crescente expectativa de juros menores nas principais economias do planeta.
- Deixou igualmente claro, porém, que a despeito de uma perspectiva mais favorável para o progresso da agenda de reformas, ele espera um avanço mais concreto na tramitação da PEC da previdência para então voltar a cortar a taxa Selic.
- Difícil dizer se a mera aprovação do texto pela Comissão Especial da Câmara dos Deputados (doravante, *CE-CD*) já lhe daria o conforto necessário para iniciar o movimento da taxa básica ou se ele esperaria a votação pelo plenário da Câmara.
- Como o comitê de política monetária do *Fed* se reúne nas mesmas datas do Copom ao final de julho (30 e 31), um eventual corte do juro básico americano naquela reunião pode ser decisivo para a justificar um corte da Selic, mesmo no caso em que o plenário da Câmara dos Deputados ainda não tivesse apreciado a PEC da previdência. Por outro lado, na hipótese do *Fed* adiar o corte para a reunião seguinte (meados de setembro), uma redução da Selic já ao final de julho provavelmente dependeria da votação em plenário de uma reforma minimamente robusta.
- Segundo estimativas do relator da PEC da Previdência na *CE-CD*, seu texto deve produzir uma economia de aproximadamente R\$ 1 trilhão nos primeiros 10 anos de vigência das novas regras, o que representa uma redução de cerca de 20% em relação à proposta original do governo (R\$ 1,24 trilhão no mesmo período). É pouco provável, contudo, que não ocorram outras alterações no texto ao longo da tramitação nas duas casas do Congresso Nacional, reduzindo ainda mais seu impacto fiscal ao término do processo legislativo.
- Entre os pontos suprimidos no relatório preliminar da *CE-CD*, total ou parcialmente, destacam-se o que introduzia o regime de capitalização e a adoção de mecanismos automáticos de ajuste atuarial e/ou de parâmetros demográficos. Igualmente preocupante é a exclusão da aplicação automática das medidas no âmbito dos governos estaduais e municipais.
- Embora a disponibilidade de dados sobre a real situação financeira dos regimes próprios desses entes de governo seja bastante limitada, é seguro afirmar que a não extensão aos seus servidores das novas regras a serem aplicadas para o regime geral (INSS) ou mesmo para os servidores federais aumentará em muito os riscos de um colapso na prestação de serviços oferecidos por essas esferas de governo, não apenas em áreas como educação e segurança pública, mas também saúde e transportes, entre outras igualmente importantes.
- Um importante indicador da gravidade da situação fiscal dos estados e, em particular, do peso da folha de inativos nas finanças desses governos, é o déficit atuarial das previdências estaduais estimado pela Secretaria de Previdência do Ministério da Economia. Em 2017, último ano disponível, esse valor alcançava R\$ 5,18 trilhões, equivalente a 0,79 do PIB nacional.

- Além do elevado (e crescente) peso dos aposentados e pensionistas nas folhas de pagamento dos estados, há o fato de que algumas das carreiras típicas dos servidores estaduais (notadamente educação e segurança) têm condições de aposentadoria bastante peculiares.
- Não se questiona o nobre e relevante papel exercido por esses profissionais junto à sociedade. Apenas se registra uma realidade que onera cada vez mais as finanças estaduais, tornando necessária a reinclusão desses entes de governo no bojo da PEC da Previdência ora em discussão no Congresso Nacional, sob pena de limitar o potencial impacto positivo que a aprovação dessa reforma poderia gerar sobre a confiança dos agentes econômicos. Nesse caso, os efeitos estimulativos de um novo ciclo de redução da taxa Selic provavelmente se mostrarão bastante limitados.

Cenário Internacional

Num intervalo de apenas dois dias (18 e 19 de junho), os presidentes dos bancos centrais dos EUA (*Federal Reserve*) e da Europa (*BCE*) deram indicações bastante fortes de que estão ambos prestes a iniciar um movimento de afrouxamento monetário que tem como objetivo mitigar, ou quem sabe reverter, o processo de desaceleração do crescimento de suas respectivas economias (como de resto, de todo o globo) fruto, entre outras razões, de tensões crescentes entre EUA e China.

O que parecia “apenas” uma disputa comercial, agora claramente transcende em muito aquele aspecto, envolvendo de fato uma disputa pela hegemonia global econômica e militar entre as duas maiores potências, batalha essa que se dá em larga medida através do desenvolvimento e aplicação de novas tecnologias.

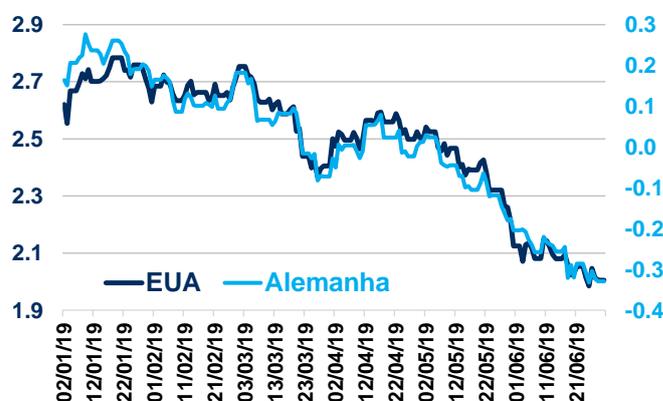
A relevância desse fator nas posturas recentemente adotadas pelo *Fed* e pelo *BCE* ficou patente não apenas através das declarações de seus respectivos presidentes Jerome Powell e Mario Draghi, mas também no comportamento dos indicadores de atividade divulgados após o início de maio, quando então o presidente Trump anunciou, através de uma rede social, a interrupção das negociações com a China em torno de um acordo que, à época, parecia iminente.

O inesperado retrocesso das negociações representa um risco particularmente grave a uma economia global que já vem mostrando sinais sucessivos de perda de vigor desde o início de 2018, o que tem gerado seguidas revisões para baixo não apenas nas projeções do PIB como também nas de inflação, justificando assim a ação dessas autoridades monetárias.

Da mesma forma, os preços de vários ativos financeiros também passaram a refletir um pessimismo muito maior

com as perspectivas de crescimento econômico global, dando margem, assim, para uma importante reavaliação das trajetórias dos juros nos dois lados do Atlântico.

Gráfico 1: Taxa de juros de 10 anos (% a.a.)



Fonte: Bloomberg.

Elab.: Porto Seguro Investimentos

Por hora, a ameaça de recrudescimento da guerra comercial está contida. No seu último encontro, durante a reunião do G20, o presidente americano e o chinês não só concordaram em voltar à mesa de negociações, como emitiram importantes sinais de comprometimento (como o governo americano permitir que a chinesa Huawei volte a fazer negócios com empresas americanas, ou o compromisso que a China reassumiu de elevar as importações de produtos agrícolas americanos). Nesse sentido, os mercados globais devem responder à menor tensão entre as lideranças dos dois países, o que remove pelo menos parte da pressão sobre o *Fed* ou sobre o *ECB*.

Entretanto, como já mencionado, a disputa entre EUA e China ultrapassa a mera questão comercial, e, por essa razão, chegar de fato a um acordo nos próximos meses parece pouco provável. O clima de incerteza que permeia os agentes econômicos globais, portanto, deve continuar a exercer seus efeitos negativos sobre a atividade no mundo.

Cenário Doméstico

Na esteira da sinalização por parte dos dois principais bancos centrais do planeta, o Copom também deixou em aberto a possibilidade de retomar o processo de queda da taxa Selic, estável no patamar de 6,5% desde março de 2018, movimento esse que pode começar já na reunião marcada para o final de julho próximo.

No comunicado do encontro de 19 de junho último, o Copom reconheceu a *interrupção do processo de recuperação da atividade doméstica* bem como um *cenário externo menos adverso*, exatamente em função da crescente expectativa de juros menores nas principais economias do planeta.

Apesar dessas considerações sugerirem uma assimetria positiva no balanço de riscos para a inflação, o Copom optou por estabelecer uma condicionalidade para iniciar o movimento de queda da Selic: um avanço mais concreto da *agenda de reformas e ajustes necessários na economia brasileira* (leia-se, sobretudo, PEC da previdência). Difícil dizer se a mera aprovação do texto pela Comissão Especial da Câmara dos Deputados (doravante, *CE-CD*) já lhe daria o conforto necessário para iniciar o movimento da taxa básica ou se os membros do Copom esperariam a votação pelo plenário da Câmara.

Como o comitê de política monetária do *Fed* se reúne nas mesmas datas do Copom ao final de julho (30 e 31), um eventual corte do juro básico americano naquela reunião pode ser decisivo para a justificar um corte da Selic, mesmo no caso em que o plenário da Câmara dos Deputados ainda não tivesse apreciado a PEC da previdência. Por outro lado, na hipótese do *Fed* adiar o corte para a reunião seguinte (meados de setembro), uma redução da Selic já ao final de julho provavelmente dependeria da votação em plenário de uma reforma minimamente robusta.

E o que se poderia chamar de uma reforma minimamente robusta? Ao apresentar seu texto no último dia 13 de junho, o deputado Samuel Moreira (PSDB-SP), relator da PEC da Previdência no âmbito da Comissão Especial da Câmara dos Deputados (que doravante trataremos como *CE-CD*), estimou que a economia a ser obtida com o novo texto deve ficar ao redor de R\$ 920 bilhões em seus primeiros 10 anos de vigência. A economia prevista aumentou para R\$ 1 trilhão depois que novas emendas foram incorporadas ao relatório, representando, nessa nova estimativa, uma redução de cerca de 20% em relação à proposta original do governo, que projetava atingir R\$ 1,24 trilhão em igual período.

Quando se considera que pesquisas conduzidas recentemente junto a economistas e gestores de recursos locais apontaram um ganho médio esperado de R\$ 750 bilhões no período, valor similar à nossa expectativa de R\$ 720 bilhões, o relatório do deputado Samuel Moreira sem dúvida deveria ser considerado robusto.

Entretanto, é razoável imaginar que ao longo de sua tramitação nas duas casas do Congresso Nacional, o texto recém apresentado sofra novas alterações, reduzindo adicionalmente seu impacto fiscal, levando-o provavelmente a valores mais próximos daqueles estimados por nós e pela média do mercado.

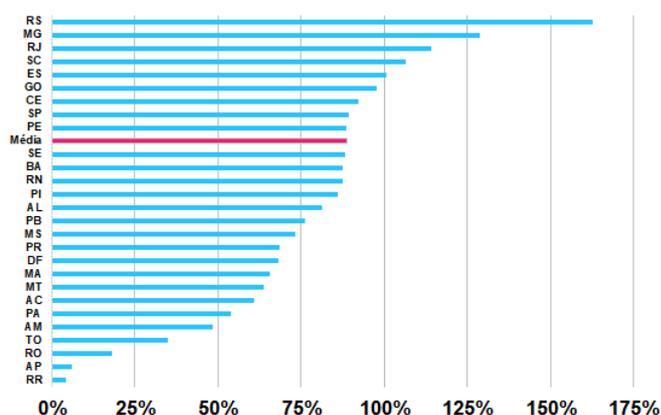
Embora algumas das alterações promovidas pelo relator da *CE-CD* fossem largamente esperadas (como por exemplo a exclusão das alterações no BPC e na aposentadoria rural), outras delas são mais relevantes, não apenas porque apresentam maior impacto fiscal,

mas também porque limitam uma maior e mais rápida convergência das regras e condições aplicadas sobre os diferentes grupos de beneficiários ou ainda porque impedem que se alcance uma maior flexibilidade no processo de ajuste das normas e parâmetros previdenciários.

Além dos já mencionados, destacamos alguns pontos suprimidos, total ou parcialmente no relatório preliminar da *CE-CD*, que têm maior repercussão fiscal: i) a criação do regime de capitalização, ii) a introdução de mecanismos automáticos de ajuste atuarial e/ou de parâmetros demográficos e iii) a desconstitucionalização de vários regimentos da previdência social, sobretudo aqueles associados ao funcionalismo público.

Outra ausência preocupante no relatório do deputado Samuel Moreira é a aplicação automática das medidas propostas para os servidores públicos de estados e municípios. Embora a disponibilidade de dados sobre a real situação financeira dos regimes próprios desses entes de governo seja bastante limitada, é seguro afirmar que a não extensão aos seus servidores das novas regras a serem aplicadas para o regime geral (INSS) ou mesmo para os servidores federais aumentará em muito os riscos de um colapso na prestação de serviços oferecidos por essas esferas de governo, não apenas em áreas como educação e segurança pública, mas também saúde e transportes, entre outras igualmente importantes.

Gráfico 2: Inativos / Ativos nos estados, 2017 (%)



Fonte: AEPS – Suplemento do Servidor Público.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

Um importante indicador da gravidade da situação fiscal dos estados e, em particular, do peso da folha de inativos nas finanças desses governos, é o déficit atuarial das previdências estaduais estimado pela Secretaria de Previdência do Ministério da Economia. Em 2017, último ano disponível, esse valor alcançava R\$ 5,18 trilhões, equivalente a 0,79 do PIB nacional.

Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, apenas para citar alguns dos quadros mais críticos, são exemplos eloquentes de uma situação de estrangulamento financeiro que já dura vários anos e, pior, tem se acentuado ainda mais no passado recente, afetando sua capacidade de cumprir as obrigações junto a servidores (ativos e inativos) e fornecedores.

Diante do crescente comprometimento da receita líquida com o pagamento a ativos e inativos, a capacidade de investimento desses governos se reduz dramaticamente, resultando na deterioração dos equipamentos públicos já existentes, bem como na insuficiente ampliação de novas estruturas nas mais variadas áreas de atuação desses entes públicos (educação, saúde, sistemas viários e de transporte etc.).

Gráfico 3: Investimento Fixo -- FBCF (% do PIB nacional)



Fonte: IBGE.

Elab.: Porto Seguro Investimentos.

De acordo com dados da Secretaria da Previdência do Ministério da Economia referentes a 2017, os participantes ainda na ativa dos regimes próprios de previdência daqueles três estados somavam 522 mil pessoas. Já os inativos (aposentados e pensionistas) alcançavam 680 mil. Como exibiam remunerações mensais médias muito semelhantes, de R\$ 4.452 mil e R\$ 4.461 mil, respectivamente, observa-se que em 2017 os governos daqueles três estados gastaram 31% mais com seus inativos do que com os servidores da ativa.

Além do elevado (e crescente) peso dos inativos nas folhas de pagamento dos estados, há o fato de que algumas das carreiras típicas dos servidores estaduais (notadamente educação e segurança) têm condições de aposentadoria bastante peculiares. No caso dos três estados já mencionados, informações fornecidas pelo Tesouro Nacional a partir de consultas feitas aos próprios estados (igualmente para o ano de 2017), davam conta que professores e militares somavam 77% de todos os inativos daqueles executivos estaduais.

Não se questiona o nobre e relevante papel exercido por esses profissionais junto à sociedade. Apenas se registra uma realidade que onera cada vez mais as finanças estaduais, tornando necessária a reinclusão desses

entes de governo no bojo da Reforma da Previdência ora em discussão no Congresso Nacional, sob pena de limitar o potencial impacto positivo que a aprovação da Reforma da Previdência poderia gerar sobre a confiança dos agentes econômicos.

Quadro de projeções

		2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3,5	1,1	1,1	0,6	2,2
IPCA	var. acum. %	6,3	3,0	3,7	3,9	3,9
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,26	3,31	3,88	4,00	4,15
Selic	%, dez	13,75	7,00	6,50	5,50	6,50

(p): projeções

José Pena

Economista-Chefe

jose.pena@portoseguro.com.br

Bruno Campos

Economista

bruno.campos@portoseguro.com.br

Porto Seguro Investimentos

Alameda Ribeiro da Silva, 275 - 1º andar - São Paulo - SP
01217-011

Central de Atendimento: (11) 3366-3370

SAC: 0800-727-2763

SAC para deficientes auditivos: 0800-727-8736

Ouvidoria: 0800-727-1184

porto.investimentos@portoseguro.com.br

www.portoseguro.com.br/investimentos

Considerações Legais: A Porto Seguro Investimentos é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.