62. Estratégias de precificação em Renda Fixa nos Fundos de Pensão

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

A Resolução CNPC nº 37, com vigência a partir de 01/09/2020, alterou as regras de precificação de títulos de renda fixa mantidos em carteira de investimentos dos planos de benefícios geridos pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC.

1. Inovações normativas

O legislador teve em mente aproximar os parâmetros de gestão dos diversos fundos de investimentos: os abertos, os das entidades abertas de previdência complementar – EAPC e os das EFPC, com o objetivo de conceder comparabilidade ao desempenho dos gestores destes diferentes veículos. Para restringir a amplitude do tema à gestão da FAPES, este artigo avaliará as alterações que incidem sobre seu plano na modalidade BD, o Plano Básico de Benefícios – PBB, focando especificamente sobre a parcela da carteira de renda fixa representada pelos títulos públicos federais marcados pela curva de vencimento dos títulos. A Resolução 37 alterou a Resolução 29, de 13/04/2018, em cinco artigos (30, 32, 34, 35 e 37), dos quais nos interessa particularmente o Art.34, que disciplina, em caráter voluntário, a reclassificação da carteira de renda fixa que está marcada pela curva, com sua migração para a marcação a mercado. Duas situações condicionam o exercício da opção de migração: pode ocorrer por motivo isolado, não usual, não recorrente e não previsto (inciso I); e deve ter o objetivo de reduzir a taxa de desconto atuarial ou de compensar o aumento de longevidade decorrente da substituição de tábuas de mortalidade (inciso II). Nas alterações previstas no Inciso II, determina que o resultado da remarcação não pode superar o valor do ajuste decorrente da alteração promovida na taxa atuarial ou na longevidade, sendo necessário elaborar estudo técnico para fundamentá-la.

2. Estratégias alternativas

Existem duas formas de precificação de títulos de renda fixa: a marcação a mercado (*mark to market* ou MtM), aplicável a títulos negociados ativa e frequentemente, e a marcação pela curva de vencimento do papel (*held to maturity* – HtM), aplicável a títulos que serão mantidos até o vencimento. Nos dois casos o cálculo da precificação se dará sobre um título que representa um determinado e conhecido fluxo de caixa, o qual pode ser descontado pela taxa vigente no mercado (MtM) ou pela taxa de juros implícita na data da aquisição do título (HtM), sendo que na segunda opção haverá apropriação proporcional, a cada período transcorrido, do rendimento correspondente à taxa de juros implícita vigente na data da aquisição do título. Em 31/12/19 o PBB tinha uma carteira de investimentos que totalizava R$ 14.440 milhões, sendo 56% ou R$ 8.132 milhões aplicados em títulos de renda fixa. A carteira de renda fixa pode ser dividida em duas parcelas: R$ 4.822 milhões precificados com base na MtM e R$ 3.310 milhões precificados com base na HtM. A carteira precificada pela HtM era constituída por NTN-B, títulos públicos federais indexados pelo IPCA, com vencimentos entre 2023 e 2055 e taxa de juros implícita de 6,40% ao ano em média. Naquela data, considerada a taxa de juros praticada no mercado financeiro ao final de 2019 de 3,50% ao ano, emerge o valor de R$ 1.696 milhões relativos aos resultados não realizados, na medida em que estes títulos poderiam ser vendidos naquela data por R$ 5.006 milhões. A estratégia das EFPC de alocar parte da carteira de renda fixa em títulos que serão mantidos até seu vencimento tem diversos objetivos: estabilizar os resultados da renda fixa no longo prazo; suavizar os efeitos da volatilidade sobre a carteira de investimentos como um todo (a precificação pela HtM tem efeito anticíclico); contribuir para estabilizar o custeio do plano de benefícios; e induzir os gestores a privilegiarem uma estratégia de longo prazo. Em planos de benefícios maduros, este tipo de aplicação cumpre a função de instrumentalizar o adequado gerenciamento de ativos e passivos (ALM), considerado o alto volume de benefícios concedidos e a consequente necessidade de manter níveis de liquidez adequados. Como eventual ponto negativo, a alocação em títulos precificados pela HtM deixa “travada” parte da carteira, que fica indisponibilizada até a sua maturação, o que não constitui problema se a

[1] Aposentado do BNDES, certificado pela ANBIMA e pelo ICSS. As opiniões emitidas pelo autor são de sua responsabilidade e não representam a posição oficial da APA- Associação dos Participantes da FAPES.

carteira for constituída por títulos de alto rendimento. Em 31.12.19 o Plano 1 da PREVI, com obrigações atuariais de R$ 178 bilhões, mantinha estratégia conservadora: dos R$ 86 bilhões alocados na carteira de renda fixa, cerca de R$ 35 bilhões estavam precificados pela MtM, com os restantes R$ 51 bilhões precificados pela HtM, com resultados a realizar de R$ 13 bilhões. A estratégia da PREVI está condizente com o perfil de suas obrigações: no final de 2019 cerca de 92% de suas reservas matemáticas se referiam a benefícios concedidos. Em comparação, no PBB os benefícios concedidos representam 61% do total das reservas matemáticas.

3. Migração de sistemática

De forma geral, a migração de sistemática de precificação da HtM para a MtM tem pontos fortes: evita a transferência de riqueza entre participantes; promove a convergência com as normas das EFPC com as do mercado; e interessa ao mercado financeiro, por permitir comparações. Também tem pontos fracos: aumenta a volatilidade dos investimentos como um todo; desloca o foco da gestão dos investimentos para o curto prazo; aumenta a volatilidade do custeio, tendo efeito pró cíclico. Para um plano BD estes pontos fortes devem ser relativizados, pois inexiste transferência de riqueza entre participantes e a citada convergência é de pouca valia num fundo fechado. Nesta linha, possível decisão de migração no âmbito do PBB irá depender do exame do efeito imediato versus o efeito futuro: o que orienta o processo decisório da migração é o cotejo entre o ganho patrimonial imediato e o equilíbrio do plano no futuro. Em 31/12/19 o PBB operava com uma taxa de desconto atuarial de 5,25% ao ano; o rendimento de títulos públicos federais estava em 3,5% e os juros implícitos na carteira precificada pela HtM era de 6,4%. Possível migração de sistemática de precificação acarretaria ganho imediato para o plano de R$ 1,7 bilhões, em razão do reconhecimento dos resultados não realizados e, em contrapartida, haveria aumento não dimensionado nas reservas matemáticas. Explicando: (i) no âmbito dos estudos de gerenciamento de ativos e passivos - ALM são elaboradas projeções de rentabilidade para todos os segmentos de investimentos em um dado contexto prospectivo macroeconômico; (ii) por definição, a taxa de juros atuarial utilizada no desconto do passivo deve ser, no mínimo, igual à taxa média esperada dos rendimentos dos investimentos, sendo que esta foi estimada originalmente em 5,25% para 2020; (iii) a projeção original do ALM levou em conta a apropriação do alto rendimento de 6,4% ao ano da carteira de títulos precificada pela curva; (iv) a migração da carteira HtM resulta na apropriação dos resultados não realizados, sendo os recursos realocados em novos investimentos com rendimento esperado sensivelmente inferior ao projetado no estudo de ALM; (v) desta forma, torna-se mandatória a redução da taxa de desconto atuarial original de 5,25% para um nível inferior compatível com o novo rendimento médio esperado de todos os investimentos; (vi) portanto, a migração acarreta aumento das reservas matemáticas; e (vii) ao final, eventual migração de sistemática de precificação irá demandar a revisão dos estudos de ALM; a adoção de nova taxa de desconto atuarial em patamar inferior, compatível com a redução na expectativa dos novos rendimentos; e como efeito secundário, a migração permitirá “destravar” esta parcela, contribuindo para tornar a carteira global mais volátil e pro cíclica, afetando inclusive as regras de investimentos e de custeio.

Conclusões

O fator crucial a ser observado no processo decisório de eventual migração é representado pelas expectativas de longo prazo, mesmo no caso de migração parcial: possível elevação futura da taxa de juros estrutural da economia torna a migração recomendável; no entanto, esta migração deixará de ser recomendável caso a taxa se mantenha nos atuais patamares. Ademais, a migração é processo complexo por envolver modificações simultâneas em diversas variáveis críticas: alterar a precificação de HtM para MtM influenciará fortemente toda a estratégia global de gestão, por alterar a situação patrimonial; por induzir à redução da taxa de desconto atuarial, aumentando as reservas; e por resultar na necessidade de revisão do custeio do plano. Em paralelo, exigirá também a revisão dos estudos de ALM e a atualização da Política de Investimentos. Como nunca, os gestores da Fundação precisarão de uma boa estrela no momento de decidir sobre possível migração na sistemática de precificação de ativos.

(*) Publicado na Coluna Previdenciária - jornal APAlavra nº 224, Ano XIX, de 31.07.2020.