80. Gestão dos Investimentos do PBB - Parte 1

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

Este é o terceiro artigo da série que tem o objetivo de analisar, de forma encadeada, os resultados da evolução negativa do desempenho do Plano Básico de Benefícios- PBB no triênio de 2020 a 2022. Estão sendo usadas as informações extraídas dos respectivos Relatos Integrados e dos Relatórios Raio X de Investimentos. Na Coluna nº 78 foi descrita a evolução do equilíbrio técnico do Plano associada ao desempenho dos investimentos no período, indicando que a insuficiência dos resultados dos investimentos era uma das principais causas do déficit crescente. Na Coluna nº 79 foi examinado a evolução do passivo atuarial, contemplado dois temas correlatos: o crescimento das provisões matemáticas e a sua influência na evolução do equilíbrio técnico do Plano. Ao adicionar outros dois componentes (o resultado das contribuições liquidas aportadas ao Plano e o retorno dos investimentos) fica demonstrado que o principal fator da deterioração do equilíbrio do Plano foi o péssimo desempenho dos investimentos. Esta Coluna irá tratar da gestão dos investimentos observada a partir dos retornos e, subsidiariamente, das rentabilidades; da composição da carteira de ativos reais e de investimentos, considerando os derivativos em uso; e da influência desses derivativos nos resultados. Os resultados do triênio foram influenciados por fatores atípicos decorrentes da pandemia da COVID-19, que prejudicaram os resultados de todos os planos.

4. Investimentos: retornos e rentabilidades

A análise do desempenho dos investimentos realizada com foco nos retornos financeiros se mostra mais adequada para avaliar o desempenho de entidades fechadas de previdência complementar- EFPCs. Devemos definir os conceitos: rentabilidades são as taxas de retorno dos investimentos expressos em termos percentuais sobre o patrimônio médio alocado; enquanto que retornos são os valores expressos em reais. O mercado financeiro em geral, e o mercado de fundos de investimentos em particular, opera com base na precificação dos valores mobiliários baseada na marcação a mercado, considerando os valores de fechamento das transações diárias. Essa prática permite fazer a cotização, assim entendida como sendo a precificação diária dos ativos e dos derivativos sob a forma de cotas[2]. Essa cotização tem o objetivo de inibir transferências patrimoniais entre os cotistas, uma vez que a maioria dos fundos é aberto, admitindo ingresso e retirada diária de cotistas. Nesse processo de avaliação, o foco dos gestores de fundos abertos incide corretamente sobre os resultados expressos pelas rentabilidades obtidas, ficando em segundo plano os retornos monetários. Essa métrica é compatível com a utilizada até por fundos exclusivos, sendo a prática predominante no mercado financeiro[3]. No entanto, as EFPCs apresentam algumas diferenças significativas que devem ser consideradas. Por exemplo, um plano como o PBB, na modalidade de benefício definido e que está fechado a novos ingressantes desde 2018, tem reduzida rotação de "cotistas", que são os beneficiários do Plano. Nessa linha, as informações sobre o processo de cotização diária, que são referenciais importantes para os gestores dos investimentos de fundos de mercado, têm importância secundária para os beneficiários dos planos geridos pelas EFPCs. Na verdade, esse tipo de "cotista" necessita ter entendimento básico sobre retornos e, subsidiariamente, sobre rentabilidades; sobre seus impactos ao longo do tempo; e sobre seu papel no âmbito dos demais direcionadores estratégicos de longo prazo.

4.1. Retornos

[1] Ex-conselheiro da FAPES em quatro mandatos; com certificação CPA-20 pela ANBIMA, Administração em previdência pelo ICSS e de conselheiro fiscal e de administração pelo IBGC. As opiniões emitidas são de sua inteira responsabilidade, não expressando a posição oficial da APA.

[2] A cotização considera, inclusive, os efeitos tributários de forma diaria, independentemente da efetiva quitação do tributo que ocorre nos meses de maio e novembro sob a forma de "come-cotas".

[3] As EFPCs têm seu funcionamento regrado pela Lei nº 4994/2022 no que tange à gestão dos investimentos, utilizando os fundos em suas diversas modalidades como veículos de investimentos, portanto a cotização diária e a medição da rentabilidade diária emulam e se adequam as práticas adotadas para os fundos em geral.

Algumas informações relevantes não recebem o devido destaque no processo de divulgação do desempenho do PBB e os retornos se enquadram nessa categoria. Em 2022 o valor de R$ 630 milhões de retorno total não consta, de forma explicita e destacada, no Relato Integrado de 2022, mas pode ser devidamente "garimpado" e visualizado[4]. Esse é um indicador importante que, examinado com outros indicadores constantes no fluxo de fundos do Plano, tem alto poder explicativo para o desempenho do Plano, principalmente ao se cotejar os retornos dos investimentos com os recebimentos das contribuições, os pagamentos dos benefícios e as variações das provisões matemáticas, portanto integrando os quatro grandes vetores de desempenho global do Plano[5]. O Quadro 7 apresenta o retorno dos investimentos no decorrer do triênio, incluindo o resultado financeiro dos ajustes dos contratos futuros de renda variável (Ibovespa) e de investimentos no exterior (Índice S&P 500), em seus respectivos segmentos de renda variável e exterior.

Quadro 7. Retornos por segmento (em R$ MM)

Segmentos	2020	2021	2022	Triênio
1. Renda Fixa	532	450	758	1.740
2. Renda Variável	-281	-525	-213	-1.020
3. Estruturados	13	87	106	206
4. Imobiliário	-33	54	89	110
5. Exterior	525	436	-400	560
6. Operações com Participantes	60	75	41	177
Subtotal: Retorno Bruto	816	576	381	1.773
- Precatórios (OFND)	0	0	289	289
- Despesas Administrativas DIRIN	-28	-28	-39	-96
Retorno Investimentos	788	548	630	1.966

A agregação de valores dos eventos pode originar equívocos. Em 2022 o efeito da emissão dos precatórios, no valor de R$ 289.177 mil, foi apresentado no Relato Integrado como sendo resultado dos investimentos. Para denotar o efetivo desempenho, os precatórios estão sendo apresentados de forma segregada no Quadro 7, por não representar retorno efetivo da carteira de ativos e por não se encaixar em nenhum dos segmentos de investimentos.

4.2. Rentabilidades

O Quadro 8 apresenta as rentabilidades referentes aos seis segmentos, com destaque para o recorrente desempenho negativo da renda variável no período, cujas causas serão examinadas na próxima Coluna. Se destacam também os desempenhos pontuais negativos do segmento imobiliário em 2020 e dos investimentos no exterior em 2022.

Quadro 8. Rentabilidades por segmento (em % sobre Patr.Médio)

Segmentos	2020	2021	2022	Triênio
1. Renda Fixa	7,14%	5,41%	12,36%	26,90%
2. Renda variável	-5,40%	-28,89%	-17,43%	-44,46%
3. Estruturados	1,47%	5,77%	8,13%	16,05%
4. Imobiliário	-4,15%	5,84%	9,94%	11,53%
5. Exterior	48,60%	34,17%	-26,79%	45,96%
6. Operações com Participantes	15,49%	18,79%	8,25%	48,51%
Médias Globais do PBB	5,92%	4,11%	4,78%	15,54%

O Quadro 9 apresenta as rentabilidades anuais no triênio comparadas com a meta atuarial e com as médias da indústria e dos planos de benefícios pares[6]. Note que a meta atuarial é uma

[4] Pg.26 das Demonstrações Contábeis, de forma global e desdobrado por segmentos de investimentos.
[5] Veja Quadro 6. Fluxo de Fundos do PBB, Coluna nº 79.
[6] A análise comparativa detalhada fica prejudicada pelas dificuldades em se obter as rentabilidades por segmento de outras EFPCs.

aproximação do custo de carregamento das provisões matemáticas, sendo resultado da soma dos juros reais, representados pela taxa atuarial de desconto das provisões matemáticas, com o índice de inflação do Plano, representado pela variação salarial média do ano, lembrando que os reajustes salariais são concedidos no mês base de setembro[7].

Quadro 9. Rentabilidades x Benchmarks

	2020	2021	2022	Triênio
Rentabilidade média do PBB	5,92%	4,11%	4,78%	15,54%
Meta atuarial	9,56%	16,04%	10,75%	40,80%
- Juros reais	4,82%	5,28%	5,28%	16,18%
- Variação Salarial - média anual	4,52%	10,22%	5,20%	21,19%
Rentabilidades setoriais				
Fundos de Pensão - Geral	11,13%	5,88%	8,40%	27,55%
Fundos de Pensão - Planos BD	14,11%	7,02%	8,01%	31,90%

O péssimo resultado fica evidente na comparação com os indicadores da indústria de fundos de pensão, também afetadas pelos fatores adversos decorrentes da pandemia. Note que a rentabilidade supera o componente inflacionário do Plano apenas em 2020. Fica o registro de que o processo informacional dos gestores dos investimentos do Plano pode melhorar com a inclusão de outras informações, como as relativas ao retorno e ao patrimônio médio aplicado em cada um dos segmentos de investimentos.

4.3. Composição da Carteira de Investimentos

Em 2020 foi observada radical alteração nos paradigmas até então vigentes para a gestão dos investimentos, com o abandono de uma postura relativamente conservadora e sua substituição por uma estratégia agressiva, contemplando maior compra de risco. Esse processo foi realizado de forma alavancada via derivativos, com a compra de contratos futuros de índices de renda variável no mercado doméstico e no exterior.

Quadro 10. Composição da Carteira de Investimentos

	2019		2020		2021		2022	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
1. Carteira de Ativos	14.309	100%	14.529	100%	14.491	100%	14.558	100%
- Renda Fixa	6.875	48%	8.221	57%	8.583	59%	9.926	68%
- Renda variável	3.669	26%	1.947	13%	1.378	10%	1.255	9%
- Estruturados	1.912	13%	1.499	10%	1.587	11%	1.003	7%
- Imobiliário	1.070	7%	970	7%	990	7%	954	7%
- Exterior	367	3%	1.435	10%	1.478	10%	955	7%
- Operações Participantes	417	3%	457	3%	475	3%	465	3%
2. Nocional de Contratos Futuros	0	0%	3.703	25%	2.763	19%	2.105	14%
3. Carteira de Investimentos	14.309	100%	18.232	125%	17.254	119%	16.663	114%

O Quadro 10 demonstra que a carteira de ativos permaneceu estacionada no patamar dos R$ 14 bilhões no decorrer do triênio. O valor em risco, ou seja, a soma da carteira de ativos com a carteira de contratos futuros precificada pelo seu valor nocional, se elevou de R$ 14,3 bilhões em 2019, para R$ 18,2 bilhões no final do ano seguinte, declinando gradualmente para o patamar dos R$ 16,7 bilhões em 2023. Essa evolução representou redução do nível de alavancagem de 25% do total dos ativos reais em 2020 para 14% em 2022.

4.4. Influência dos derivativos na formação dos resultados

O triênio foi muito ruim para os investimentos de risco no mercado doméstico, embora tenha sido relativamente bom para os investimentos no exterior. O resultado líquido da utilização dos derivativos, representado pelos ajustes diários das posições dos contratos futuros, foi negativo em R$ 125 milhões, conforme detalhado no Quadro 11. A renda variável do mercado doméstico foi o grande vetor desse desempenho: a carteira de ativos gerou retorno negativo de

[7] A partir de setembro de 2022 os benefícios do Plano passarão a ser corrigidos pela variação do IPCA.

R$ 685 milhões, que aumentou para R$ 1.020 milhões ao se adicionar o resultado negativo dos derivativos, da ordem de R$ 335 milhões. Os investimentos no exterior tiveram um desempenho positivo no montante de R$ 351 milhões, o qual foi alavancado pelos resultados dos derivativos, que contribuíram com R$ 210 milhões, resultando em retorno total de R$ 560 milhões. Este valor corresponde à rentabilidade de 46% no triênio, superando a meta atuarial acumulada de 41%. Na realidade, o segmento de investimentos no exterior foi o segundo melhor em termos de desempenho, sendo superado apenas pelo segmento de operações com participantes, que apresentou rentabilidade de 48,5% no período.

Quadro 11. Derivativos na formação dos Retornos

Retornos em R$ MM	2020	2021	2022	Triênio
Renda Variável	-281	-525	-213	-1.020
- Carteira de Ativos	-323	-223	-139	-685
(a) Retorno Futuros Ibovespa	42	-302	-74	-335
Exterior	525	436	-400	560
- Carteira de Ativos	387	162	-198	351
(b) Retorno Futuros S&P	138	274	-202	210
Retornos Futuros = (a) + (b)	179	-28	-276	-125

4.5. Indicadores selecionados

Os indicadores apresentados no Quadro 7 são complementados com outros selecionados, que denotam tanto a frustração das projeções orçamentárias, em média acima de 50% no decorrer do triênio, quanto a deterioração de índices de cobertura: a dos benefícios é negativa e a das variações das provisões matemáticas está no limite. Os retornos orçados representam metas realistas, correspondendo a rentabilidades globais projetadas nos estudos de ALM, que foram estimadas entre 5% e 6% acima da inflação em cada ano do triênio.

Quadro 12. Indicadores de retorno

Retorno real x orçado	2020	2021	2022	Triênio
- Retorno realizado	788	548	630	1.966
- Retorno orçado - ALM	1.556	1.530	819	3.905
Insuficiência em R$ MM (a - b)	-768	-982	-189	-1.939
Insuficiência em % (c / b)	49,36%	64,18%	23,08%	49,65%
Insuficiência em % (sem Precatórios)			-58,36%	-57,06%
Retornos x coberturas				
- Beneficios	946	1.032	1.124	3.103
- Variação das PM	953	86	846	1.885
% Retorno / Beneficio	83,3%	53,1%	56,0%	63,4%
% Retorno / Variação PM	82,7%	637,2%	74,5%	104,3%

Nas próximas Colunas será dada continuidade à análise da gestão dos investimentos, focando a contribuição de cada segmento de investimentos para o equilíbrio do Plano, em seus aspectos relevantes. Essa avaliação abordará estilos de gestão; gestão terceirizada; liquidez da carteira de investimentos; benchmarks de mercado específicos para cada classe de ativo; relação risco/retorno; e uso de algoritmos para administrar a renda variável de gestão própria: o Smart Beta para otimizar o resultado da renda variável de gestão própria e o aplicável aos contratos futuros visando gerenciar riscos de cauda (*tail risk*). Na próxima edição será aprofundada a análise dos resultados obtidos nos dois principais segmentos, nos quais estavam alocados cerca de 77% dos ativos no final de 2022: a renda fixa e a renda variável.