81. Gestão dos Investimentos do PBB – Parte 2

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

> Um investidor de longo prazo verdadeiramente diversificado deveria ignorar as flutuações e os lampejos fugazes de aumento de lucros do mercado e limitar-se a depositar sua confiança na lucratividade de longo prazo das empresas.
>
> *A teoria do investimento na prática – J.Bradford DeLong*

Esta Coluna aprofunda a análise da gestão dos investimentos, abordando a contribuição da renda fixa para o equilíbrio do Plano Básico de Benefícios- PBB. A análise do desempenho nas diferentes classes de ativos é dificultada pela ausência de informações sobre o patrimônio médio alocado e sobre seus retornos específicos. O equilíbrio do Plano é melhor visualizado a partir do exame dos retornos expressos em reais relativos aos quatro grandes fatores que determinam esse equilíbrio: de um lado, as saídas compostas pelo pagamento de benefícios e pelo crescimento das provisões matemáticas, e de outro, os ingressos decorrentes das contribuições e dos retornos dos investimentos, dentre eles os da renda fixa. A ênfase na apresentação, pelos gestores, do desempenho com base nas rentabilidades torna trabalhosa, e em alguns casos até impossibilita, a visualização da contribuição de cada investimento para o equilíbrio do Plano[2].

5. Segmento de Renda Fixa

Este segmento, que no final de 2019 correspondia à 48% da carteira de ativos do Plano, teve participação crescente no triênio, chegando à 68% dessa carteira no final de 2022 (Quadro 13). A parcela terceirizada nesse segmento ficou no entorno de 10%, com os recursos alocados em seis fundos de crédito privado. Essa distribuição espelha a busca pela diversificação e o reconhecimento de que as aplicações em renda fixa são mais simples, não dependendo dos conhecimentos especializados de gestores externos.

5.1. Renda Fixa: Gestão própria

A parcela de gestão própria da renda fixa pode ser dividida em quatro classes de ativos: o caixa, composto basicamente por operações compromissadas e Letras Financeiras do Tesouro-LFT; as NTN longas marcadas a mercado; as NTN longas marcada pela curva de vencimento (legados) e, a partir de 2022, o valor dos precatórios relativos às OFND.

Quadro 13. Renda Fixa: Composição & Rentabilidades

	2019	2020	2021	2022	Triênio
Carteira de Ativos	14.309	14.529	14.491	14.558	
Renda Fixa - Composição	6.876	8.221	8.583	9.926	
	48,1%	56,6%	59,2%	68,2%	
1. Gestão própria	6.364	7.503	7.712	8.998	
- Caixa	408	204	197	436	
- NTN a mercado	2.646	3.839	3.689	3.133	
- NTN pela curva (Legado)	3.310	3.461	3.826	5.140	
- OFND	0	0	0	289	
2. Gestão 3ºs	511	717	871	928	
- Crédito Privado	511	717	871	928	
Renda Fixa - Rentabilidades		7,1%	5,4%	12,4%	26,9%
- Caixa		2,9%	4,4%	12,7%	21,0%
- NTN a mercado		2,4%	-9,6%	1,3%	-6,3%
- NTN pela curva (Legado)		11,2%	17,6%	14,0%	49,1%
- Crédito Privado		9,1%	8,7%	9,9%	30,3%

[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] Esse aspecto está detalhado no item 4 da Coluna nº 80.

A rentabilidade média do segmento no triênio foi de cerca de 27%, inferior à meta atuarial de 41%. As aplicações de caixa no triênio apresentaram rentabilidade média de 21%, ao mesmo nível da variação do CDI no período. As NTN marcadas a mercado apresentaram rentabilidade média negativa de 6% durante o triênio, sendo bem inferior ao *benchmark* de mercado representado pelo IMA B5+ que foi positivo em 16%[3]. As NTN marcadas pela curva de vencimento apresentaram rentabilidade média de 49% no triênio, superior à meta atuarial[4]. Os fundos terceirizados de crédito privado tiveram desempenho pífio, obtendo rentabilidade média de 30% no triênio, superior ao benchmark CDI, mas não atendendo à rentabilidade necessária para cumprir a meta atuarial de 41%. Registra-se que a liquidez global da carteira de ativos foi afetada por vários fatores, dentre eles, o fluxo mensal de saídas no valor de R$ 46 milhões/mês (base: 2022), necessários para cobrir a diferença entre as contribuições recebidas e os pagamentos dos benefícios; a manutenção da posição de contratos futuros, que exige depósitos de margens e de ajustes diários dessas mesmas margens, realizadas em LFT; e a implementação da estratégia *Smart Beta*, que contemplou encaixe significativo para fazer frente aos rebalanceamentos semanais[5].

5.2. Renda Fixa: NTN marcadas pela curva de vencimento

O destaque positivo na renda fixa está na rentabilidade auferida em cada ano do triênio pelas NTN marcadas pela curva de vencimento, com acumulado de 49% no triênio (Quadro 14). Esse excelente desempenho pode ser explicado pela taxa média de aquisição dos papéis da carteira, de 6,5% ao ano acima da inflação medida pelo IPCA. Essa classe de ativos apresentou alocação estável: no final dos anos de 2019 a 2021 as participações na carteira de ativos oscilaram no entorno dos 25%, sendo de, respectivamente, 23%, 26% e 26%. No ano de 2022, em razão de mudança da estratégia contemplando a rolagem desses títulos para aumentar sua *duration* e aproveitando a janela de oportunidade aberta no 2º semestre de 2022, com as taxas das NTN longas em patamares acima de 6% ao ano, essa participação aumentou para 35%.

Quadro 14. Renda Fixa: Precificação das NTN por MtM x HtM

	2019	2020	2021	2022	Triênio
Rentabilidades a mercado		4,2%	-4,7%	5,0%	4,3%
Benchmark: IMA B5+		19,8%	-6,6%	3,3%	15,6%
Benchmark: CDI		2,8%	4,4%	12,4%	20,6%
Rentabilidades pela curva		11,2%	17,6%	14,0%	49,1%
Benchmark: IPCA + Taxa Atuarial		10,0%	15,4%	10,7%	40,5%
Benchmark: IPCA + VS		9,6%	16,0%	11,4%	41,6%
- RF: Rentabilidade Global Média		7,1%	5,4%	12,4%	26,9%

As Notas do Tesouro Nacional-NTN são fluxos de caixa com valores e regras prévia e contratualmente definidos pelo Tesouro Nacional, quer pagando juros semestrais quer capitalizando os juros incorridos. O valor de face e os cupons semestrais constituem bases nominais que devem ser corrigidas pela taxa de inflação (IPCA para a NTN-B ou, quando existiam, IGP-M para a NTN-C). As NTN podem ser adquiridas para serem negociadas livremente a qualquer tempo ou para formarem uma carteira mantida até o vencimento, cabendo tratamento contábil específico em cada caso. As NTN negociadas a mercado são precificadas a partir das taxas vigentes no mercado a cada momento, portanto se a taxa de mercado aumenta, o fluxo de caixa do título será descontado por uma taxa maior, gerando um valor presente menor e, consequentemente, um prejuízo. De forma inversa, quando a taxa de mercado é reduzida, o fluxo de caixa do título será descontado por uma taxa menor, gerando um valor presente maior e, consequentemente um lucro. Nessa linha, as NTN marcadas a mercado sofrem oscilação diária, acompanhando a variação das taxas de mercado. Considerando que são títulos de longa maturação, como as NTN-B vencíveis em 2060, os resultados dessas oscilações podem variar

[3] IMA-B5+ expressa a rentabilidade média das NTN longas com prazo de maturação superior a 5 anos.
[4] No caso, superior em suas duas medidas: IPCA + taxa atuarial ou IPCA + variação salarial.
[5] A adequação da estrutura e da composição das classes de ativos que compõem os investimentos para conceder adequada liquidez na gestão dos investimentos do Plano será abordado em outra Coluna.

de forma expressiva pelo fato de serem considerados os fluxos financeiros futuros de 47 anos, sendo o registro contábil dessa volatilidade feita diariamente. As NTN marcadas pela curva de vencimento do papel têm outra trajetória, mais estável e compatível com as obrigações atuariais de um fundo de pensão: a taxa de juros vigente na data da compra determina o reconhecimento dos resultados econômicos, os quais serão diferidos e apropriados contabilmente ao longo do prazo de maturação do papel, formando uma curva suave de apropriação dos juros, quer eles sejam pagos semestralmente quer sejam capitalizados. Nesse caso, por pactuação contratual, a taxa de juros se mantém ao longo do tempo, uma vez que os papéis devem ser mandatoriamente levados até o vencimento final. Essa particularidade pode induzir alguns a considerarem, de forma equivocada, que a rentabilidade das NTN marcadas pela curva constitui mero efeito contábil, descolado do seu valor econômico.

5.3. Renda Fixa: Retornos inferidos

As informações sobre os retornos não são rotineiramente disponibilizadas aos participantes, como seria desejável. Na ausência do patrimônio médio alocado, os retornos da renda fixa podem ser estimados com base nas NTN contabilizadas pela curva de vencimento, tendo em vista a ausência de movimentação na negociação dessa classe de ativos até o 2º semestre de 2022. A rentabilidade global dos demais ativos de renda fixa pode ser inferida por diferença. A partir da rentabilidade especifica das NTN marcadas pela curva, constante do Quadro 14, iremos estimar seu retorno, tendo como base de cálculo o saldo final do ano anterior da carteira, o qual constitui aproximação aceitável do patrimônio médio alocado. Com a aplicação da rentabilidade média incidindo sobre o saldo dessa carteira existente ao final do ano anterior obtemos os valores anuais de retornos, que acumulam um saldo de R$ 1.515 milhões no final do triênio (Quadro 15). Sabemos que o retorno global da renda fixa foi de R$ 1.740 milhões, então podemos inferir que o retorno da renda fixa marcada a mercado das demais classes de ativos acumulou um montante de R$ 225 milhões ao final do triênio[6].

Quadro 15. Renda Fixa: Desdobramento dos Retornos

Composição em R$ MM	2019	2020	2021	2022	Triênio
1. RF à Mercado	3.566	4.760	4.757	4.786	
2. NTN pela curva	3.310	3.461	3.826	5.140	
Total da Renda Fixa	6.876	8.221	8.583	9.926	
1. Retorno RF a mercado		161	**-159**	222	225
2. Retorno NTN pela curva		371	609	536	1.515
Total Retornos da Renda Fixa		532	450	758	1.740

A rentabilidade das NTN marcadas pela curva de vencimento sempre esteve (e provavelmente sempre estará) acima da meta atuarial, demonstrando sua efetividade para promover o *hedge* das taxas de juros e da inflação[7]. Esses cálculos denotam o importante papel de âncora desempenhado por essa classe de ativo, pois o retorno de R$ 1.515 milhões no triênio representa 87% do total do retorno global da renda fixa ou 77% do retorno total de toda a carteira de investimentos, que foi de R$ 1.966 milhões no período. Em termos de patrimônio médio alocado, observa-se que a participação das NTN pela curva na composição da carteira de ativos ficou, em média, no entorno de 25% no decorrer triênio. Em tempos de incerteza, as NTN marcadas pela curva se revelam um fator decisivo para conceder estabilidade aos resultados de um plano de benefícios definidos, como o PBB.

[6] Este cálculo simplificado desconsidera dois fatores: o efeito do recebimento dos juros semestrais relativos às NTN com cupons; e o custo do dinheiro ao longo do tempo, uma vez que estão sendo somados valores de três anos sem que sejam imputados juros reais no processo.

[7] As estratégias diferenciadas para precificação de títulos públicos federais pelas EFPC, realizadas com base na marcação a mercado (Market-to-Market – MtM) e com marcação pela curva de vencimento (Held-to-Maturity – HtM) estão detalhadas na Coluna nº 62, publicada no jornal Apalavra nº 224, de 31/07/2020.

5.4. Renda Fixa: Gestão de terceiros

Os seis fundos que compõem a parcela de renda fixa sob gestão de terceiros estão alocados em títulos de crédito privado, sendo dois no estilo crédito livre, dois no de direitos creditórios (FIDC) e dois no de crédito corporativo, imobiliário e de infraestrutura (Quadro 16). Depois da expressiva realocação ocorrida em 2020, com o ingresso de quatro novos fundos, a composição da carteira pouco mudou durante o triênio e indicando que a performance global no triênio está relativamente afetada pela sazonalidade dos desempenhos. A rentabilidade média dos fundos terceirizados foi de 30% no triênio, superando o *benchmark* CDI de 21% no mesmo período. Note que sempre devemos considerar o risco de crédito contido nos papéis que constituem seus *funding*. A análise de cada fundo revela que, com relação ao CDI, houve performance aceitável apenas para três deles e insuficiente para os outros três. Os dois fundos no estilo crédito livre (Capitânia e Western) tiveram rentabilidades de 33% e 30%, o que constitui desempenhos acima da média, embora ainda abaixo da meta atuarial, salientando que ambos detinham, em conjunto, cerca de 70% do total alocado nessa classe de ativos em 2022. Os dois FIDC sob gestão da Pátria tiveram desempenhos dispares: o Pátria Mezanino obteve rentabilidade de 36%, o melhor dentre os terceirizados nessa classe, independentemente do reduzido valor alocado, enquanto que o Pátria Sênior, aportado em outubro de 2021, performou ligeiramente abaixo do *benchmark* em 2022.

Quadro 16. Renda Fixa: Gestão terceirizada

	2020	2021	2022	Triênio	Estratégia
1. Alocação em R$ MM					
Capitânia	319	402	360		Crédito Livre
Vinci	25	49	68		Corp/Imob/Infra
Western	285	261	289		Crédito Livre
Pátria Mezanino	24	28	31		FIDC
Kinea	64	104	112		Corp/Imob/Infra
Pátria Sênior	0	27	68		FIDC
Total Alocado	717	870	928		
2. Rentabilidade em %					**Aportes**
Capitânia	10,8%	9,6%	9,7%	33,2%	mai/20
Vinci	8,4%	-0,9%	5,4%	13,2%	dez/19
Western	7,6%	9,4%	10,6%	30,2%	mai/20
Pátria Mezanino	3,3%	17,3%	12,5%	36,3%	jun/20
Kinea	6,1%	0,7%	7,4%	14,7%	set/20
Pátria Sênior	0,0%	2,6%	11,0%	13,9%	out/21
Rentabilidade média segmento	9,1%	8,7%	9,9%	30,3%	
3. Benchmark: CDI	2,8%	4,4%	12,4%	20,6%	

Os fundos geridos pela Vinci e pelo Kinea tiveram desempenho decepcionante no triênio, coincidentemente ambos operando no estilo de Crédito Corporativo, Imobiliário e de Infraestrutura, tendo obtido rentabilidades semelhantes, de 13% e de 15% respectivamente, abaixo do benchmark CDI de 21%. Outra coincidência é que ambos haviam performado acima do CDI no ano de 2020. As questões ligadas ao processo de terceirização nessa classe de ativos estão centradas (i) no período mínimo para aferição de desempenhos; (ii) na performance que pode ser considerado aceitável para tais fundos; e (iii) na avaliação de caráter permanente sobre a necessidade de realocar em outros fundos; e (iv) na conveniência de realocar tais recursos em títulos públicos de curto prazo, de pronta liquidez, com o objetivo de aproveitar as janelas de oportunidades de mercado, como era prática em gestões anteriores. Na próxima Coluna será analisado o desempenho da Renda Variável.