83. Gestão dos Investimentos do PBB – Parte 4

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

Essa Coluna relata três temas: avalia o desempenho dos demais segmentos de investimentos que não a renda fixa e a renda variável no triênio 2020/2022; examina o uso de algoritmos em produtos e instrumentos financeiros; e sumariza os assuntos abordados nas Colunas anteriores. As conclusões da análise da gestão do Plano Básico de Benefícios-PBB no triênio serão apresentadas na próxima Coluna.

7. Investimentos nos demais segmentos

A composição dos demais segmentos de investimentos, com suas respectivas rentabilidades e retornos constam no Quadro 22. Os retornos compreendem apenas os relativos aos segmentos por não estarem acessíveis os valores dos retornos das diferentes classes de ativos dentro desses segmentos. Tal limitação se aplica à renda fixa e à renda variável, examinadas nas Colunas anteriores, e aos investimentos estruturados.

Quadro 22. Demais Segmentos	2020	2021	2022	Triênio
1. Carteira Ativos em R$ MM				
- Estruturados	1.499	1.587	1.003	
- Imobiliário	970	990	954	
- Exterior (sem Contr.Futuros)	1.435	1.478	955	
- Operações com Participantes	457	475	465	
Total	4.361	4.530	3.377	
Percentual do Total de Ativos	30,0%	31,3%	23,2%	
2. Rentabilidades em %				
- Estruturados	1,5%	5,8%	8,1%	16,1%
- Imobiliário	-4,2%	5,8%	9,9%	11,5%
- Exterior (com Contr.Futuros)	48,6%	34,2%	-26,8%	46,0%
- Operações com Participantes	15,5%	18,8%	8,3%	48,5%
Médias Globais do PBB	5,9%	4,1%	4,8%	15,5%
3. Retornos em R$ MM				
- Estruturados	13	87	106	206
- Imobiliário	-33	54	89	110
- Exterior	525	436	-400	560
- Operações com Participantes	60	75	41	177
Retorno Bruto	565	651	-164	1.053
Percentual do Total do Retorno	69,3%	113,1%	-24,5%	51,0%

A participação desses quatro segmentos na carteira de ativos foi declinante no triênio, tendo oscilado entre 30% e 23%, com reduções expressivas pontuais em dois segmentos: estruturados e exterior. Cada um desses segmentos teve alocação reduzida em cerca de 1/3 com relação ao valor inicial. Nos estruturados a causa foi a redução das aplicações em fundos multimercados, com previsão de que, por reorientação estratégica, devam ser zerados em 2023. No caso dos investimentos no exterior, também decorreu da reorientação estratégica de reduzir a alocação no exterior em ativos reais e de zerar a posição em contratos futuros ISP. No triênio a rentabilidade acumulada dos segmentos de investimentos no exterior inclusive resultado dos contratos futuros e de operações com participantes foram de 46% e 49%, respectivamente, ambas superando a meta atuarial. Os segmentos de estruturados e imobiliário tiveram rentabilidade pífia no período. Em termos de retornos, os quatro segmentos contribuíram com R$ 1.053 milhões, correspondendo a 51% do total dos retornos obtidos no triênio.

7.1. Estruturados

[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.

No Quadro 23 estão detalhadas a composição e as rentabilidades dos investimentos estruturados, salientando que os FIPs não têm liquidez, diferentemente das alocações em fundos multimercados. Os dois fundos-espelho existentes em 2021 foram incluidos na classe de multimercados. Os FIP's performaram bem apenas em 2021, enquanto que os multimercados rentabilizaram bem somente em 2022. Não foi realizada análise detalhada do desempenho dos fundos multimercados, que tiveram performance média aceitável no triênio, tendo em vista a implementação da decisão estratégica de realocar estes recursos a partir de 2023.

Quadro 23. Estruturados	2020	2021	2022	Triênio
1. Composição em R$ MM				
- FIPs- Fundos Invest. Particip.	475	548	469	
- Fundos Multimercados	1.024	1.039	534	
Total	1.499	1.587	1.003	
2. Rentabilidades em %				
- FIPs- Fundos Invest. Particip.	-0,3%	14,4%	0,8%	15,0%
- Fundos Multimercados	7,4%	4,9%	14,1%	28,5%
Média	1,5%	5,8%	8,1%	16,1%

7.2. Imobiliário

No Quadro 24 estão detalhadas a composição e as rentabilidades do segmento imobiliário, composto por carteira de imóveis na qual se destacam os ativos de boa qualidade representados pelos shoppings (82% do total do segmento), sendo os demais ativos compostos por escritórios. Os dois Fundos de Investimentos Imobiliários-FII estão lastreados em galpões distribuídos em diversas localidades. A rentabilidade da carteira de imóveis foi pífia, ressaltando que os FII apresentaram resultados que foram expressiva e recorrentemente negativos no período.

Quadro 24. Imobiliário	2020	2021	2022	Triênio
1. Composição em R$ MM				
- Carteira de Imóveis	914	922	888	
- FII- Fundos Invest.Imobiliário	56	68	66	
Total	970	990	954	
2. Rentabilidades em %				
- Carteira de Imóveis	-3,8%	6,9%	10,4%	13,5%
- FII- Fundos Invest.Imobiliário	-14,2%	-6,4%	4,0%	-16,5%
Média	-4,2%	5,8%	9,9%	11,5%

7.3. Exterior

Os investimentos no exterior foram o destaque positivo no grupo desses quatro segmentos, apesar do retorno negativo observado em 2022.

Quadro 25. Investimentos Exterior: Composição, Rentabilidades & Retornos	2019	2020	2021	2022	Triênio
1. Composição em R$ MM	367	2.490	2.491	1.623	
- Ativos: Fundos	367	1.435	1.478	955	
- Nocional Contr.Futuros ISP	0	1.055	1.013	668	
2. Rentabilidades em %		48,6%	34,2%	-26,8%	46,0%
- Benchmark: Índice S&P		49,8%	36,7%	-23,6%	
3. Retornos em R$ MM		525	436	-400	561
- Retorno da Carteira de Ativos		387	162	-198	351
- Retorno Contratos Futuros ISP		138	274	-202	210

O bom resultado neste segmento foi alavancado pelos ajustes dos contratos futuros de Índice S&P (ISP), que deram contribuição positiva nos anos de 2020 e 2021[2]. As rentabilidades obtidas no triênio estiveram aderentes ao seu *benchmark*, representado pelo Índice S&P em reais. Os efeitos da alavancagem proporcionada pelos contratos futuros ISP podem ser observados em detalhes pelo seu retorno, representando contribuição adicional positiva nos anos de 2020 e 2021, e negativa em 2022.

7.4. Operações com participantes

A análise das operações com participantes demonstra que os valores alocados se mantiveram estáveis em patamar pouco inferior aos R$ 500 milhões, em decorrência dos limites operacionais restritivos determinados pela regulação que orienta a alocação neste segmento; e seu retorno explicita o efeito do *hedge* perfeito de taxas de juros reais e de inflação com relação ao passivo, assegurando ainda um prêmio sobre a meta atuarial.

7.5. Algoritmos

Com a difusão do uso de aplicativos com base em recursos estatísticos no mercado financeiro, os algoritmos também estão presentes no PBB. Esses algoritmos foram utilizados para duas finalidades: implantação da estratégia *Smart Beta* de renda variável, já descontinuada, e para gestão do risco de cauda (*tail risk*). O uso do algoritmo do *Smart Beta* está detalhado na sequência, enquanto que seu uso para gestão de *tail risk* resultou em aumentos ou reduções da exposição em renda variável de forma dinâmica, por meio de compra e venda de contratos futuros, com impactos marginais não divulgados.

Estratégia *Smart Beta*:

O Quadro 26 retrata o desempenho da estratégia quantitativa de *Smart Beta* de renda variável baseado em dados operacionais não disponibilizados aos beneficiários do Plano.

Quadro 26. Renda Variável: Gestão Própria & Smart Beta

	2020	2021	2022	Triênio
1. Gestão própria em R$ MM				
- Estratégia Smart Beta - RV	962	626	0	
- Estratégia passiva	0	0	292	
Total alocado (Contábil)	962	626	292	
2. Smart Beta RV em R$ MM				
- Movimentação Compras/Vendas	11.731	6.492	5.217	23.440
- Patrimônio médio alocado	977	673	597	
- Rentabilidade Smart Beta - RV %	-13,26%	-10,03%	-6,10%	
- Retorno em R$ MM	-130	-68	-36	-234
- Retorno Ibovespa	29	-80	64	13
- Diferença: Melhor ou (Pior)	-158	13	-101	-246
3. Benchmark Ibovespa em %	2,92%	-11,93%	4,70%	-5,1%
- Até setembro/2022			10,80%	

As estratégias *Smart Beta* consistiram na adoção sequencial de três modelos quantitativos ao longo do período de abril/2018 a setembro/2022, buscando explorar assimetrias de mercado a partir de quatro fatores: *momentum* (tendencia de valorização); volatilidade; qualidade; e valor (estes dois últimos avaliados a partir de indicadores extraídos das demonstrações contábeis). Os modelos estatísticos geravam algoritmos que quantificavam recomendações de compra, venda ou manutenção de posições acionárias. Os recursos alocados à estratégia *Smart Beta* foram divididos na proporção de 2/3 em renda variável e de 1/3 em renda fixa, com denominação geral de renda variável, tornando essas estratégias muito semelhantes às estratégias multimercados. Essa abordagem de deveu à necessidade de dispor de um volume de encaixe para permitir as volumosas transações de compras e vendas de ações. Os modelos eram rebalanceados com periodicidade semanal, gerando um volume massivo de transações, sendo que no triênio 2020/2022 foram comprados e vendidos cerca de R$ 23,4 bilhões em ações. Em

[2] Veja a composição detalhada na Coluna nº 80 - Quadro 11. Derivativos na formação dos retornos.

vista dos resultados negativos, que geraram perdas estimadas em R$ 234 milhões no triênio, essas operações foram descontinuadas em setembro de 2022. A avaliação dos resultados dessa estratégia ao longo do tempo revela que apenas em 2019 se apurou lucros. Note que se os gestores tivessem optado pelo estilo de gestão passiva, com alocação alternativa em ETFs, teria sido apurado um lucro de R$ 13 milhões (inferência baseada nas rentabilidades e nos patrimônios médios alocados). A diferença entre a estratégia ativa adotada, de busca de Alpha, e possível estratégia passiva monta a R$ 246 milhões. Os resultados positivos marginais gerados pelos valores alocados na parcela de renda fixa não estão considerados por falta de dados.

8. Encadeamento das informações

Na Coluna nº 78 foi constatado que (i) o Equilíbrio Técnico inicial existente no início de 2020, constituído por um déficit da ordem de R$ 489 milhões, havia evoluído, durante o triênio de 2020/2022, para um déficit substancialmente maior, da ordem de R$ 2.217 milhões; (ii) a elevação do déficit se deve à baixa rentabilidade dos investimentos, que ficou em 16% no triênio; (iii) a rentabilidade média do Plano ficou substancialmente inferior à meta atuarial de 41% no triênio, salientando que este resultado não cobriu sequer a inflação observada no período, medida com base na média anual da variação salarial, de 21% no triênio; e (iv) a rentabilidade do Plano se descolou significativamente das médias setoriais, que ficaram em 28% para a indústria de fundos de pensão em geral e em 32% para os planos de benefícios definidos, indicando que a indústria sofreu os impactos negativos da evolução dos mercados financeiros, no entanto, o PBB sofreu bem mais, em razão da estratégia de investimentos agressiva adotada no período. Na Coluna nº 79 foi apontado que o valor atual dos benefícios futuros, representados pelas provisões matemáticas, no montante de R$ 23,8 bilhões em 31/12/2022, teve evolução "comportada" no período devido a: (i) o impacto positivo decorrente da revisão do plano de custeio realizada em 2020, que resultou em aumento de 32% nas contribuições normais; e (ii) o impacto imaterial das alterações nas hipóteses e premissas atuariais. Essas conclusões confirmaram que a gestão dos investimentos foi o principal vetor do péssimo desempenho do Plano como um todo. Na Coluna nº 79 também foi observado que o quadro de "Resultado Financeiro do Plano", que tem o objetivo de apresentar os fluxos financeiros do Plano, deve ser reformatado para melhorar a compreensão dos leitores acerca da evolução dos principais vetores do Plano. Na Coluna nº 80 foi apresentada visão ampla dos investimentos, com retornos, rentabilidades, benchmarks e estrutura de ativos, dentre outros dados básicos. Também foi destacada que a prestação de contas da gestão dos investimentos, baseada principalmente na publicação de rentabilidades, se mostra inadequada para a compreensão do efetivo desempenho dos investimentos por não permitir o adequado encadeamento das informações, sendo necessária a apresentação dos retornos financeiros dos investimentos, os quais trazem sentido e congruência quando cotejados com as variáveis decorrentes da gestão atuarial. Na Coluna nº 81 foi aprofundada a análise dos investimentos com foco na renda fixa, na qual fica demonstrado que a carteira de títulos públicos marcados pela curva foi o grande provedor de retornos no período, tendo auferindo rendimentos estimados de R$ 1.515 milhões, com rentabilidade média de 49%, superior à meta atuarial de 41%. Este desempenho indicou a conveniência de aumentar sua participação na composição da carteira. A gestão terceirizada da renda fixa teve desempenho sofrível, com rentabilidade média de 30%, ficando acima do benchmark CDI de 21%, mas inferior à meta atuarial de 41%. Na Coluna nº 82 foi avaliado o desempenho da carteira de renda variável, que gerou retorno negativo R$ 1.020 milhões sem que se saiba exatamente suas causas e sua origem, entre aqueles retornos oriundos da gestão própria e os decorrentes da gestão de terceiros. O desempenho do segmento de renda variável foi prejudicado pela alavancagem proporcionada pelos contratos futuros IND. Na presente Coluna foram avaliados os desempenhos dos quatro segmentos de investimentos que não a renda fixa e a renda variável, denotando a positiva contribuição dos segmentos de investimentos no exterior e de operações com participantes; o resultado do uso de algoritmos e o sumário encadeado das informações contidas nas Colunas nºs 78 a 83. As conclusões finais serão apresentadas na próxima Coluna.

Publicado na Coluna Previdenciária do jornal APALAVRA nº 257, de 17/10/2023.