## 27. Recursos garantidores: perspectivas para o segmento de renda fixa

Sebastião Bergamini Junior

O tema desta coluna é a avaliação das perspectivas para o segmento de renda fixa da carteira de investimentos do Plano de Benefícios gerido pela FAPES. Este assunto assume relevância tendo em vista o desempenho recente: nos sete primeiros meses deste ano o segmento gerou rentabilidade negativa de 5,8%, o que representa ainda um bom desempenho frente ao *benchmark* definido pela ANBIMA para as carteiras de títulos lastreadas por NTN-B (Notas do Tesouro Nacional - série B) de longo prazo, ou seja, com mais de cinco anos de prazo de maturação, que tiveram uma rentabilidade negativa de 10,4% no mesmo período.

Os comentários a seguir contemplam três aspectos: a avaliação dos critérios de mensuração dos títulos de renda fixa, com destaque para os conceitos de marcação a mercado, de marcação pela curva de vencimento do papel e de *duration*; a análise do segmento de renda fixa da FAPES; e o relato dos vetores que irão influenciar as possíveis estratégias para operar no mercado de renda fixa.

Desde 2002 o mercado de fundos de investimentos utiliza processos para valorizar os títulos de renda fixa pelo método de marcação a mercado (MaM), salientando que esses títulos eram anteriormente precificados pela curva de vencimento do papel. A mudança teve o principal objetivo de evitar a transferência de riqueza entre cotistas do fundo de investimentos, além de conceder maior transparência aos riscos embutidos nas posições detidas, uma vez que as oscilações de mercado nos preços do ativo ficam refletidas nas cotas, permitindo a comparação homogênea de desempenhos.

A MaM consiste em registrar todos os ativos, para efeito de valorização e cálculo das cotas do fundo de investimento, pelos respectivos preços negociados no mercado em caso de ativos de alta liquidez ou, quando este preço não é facilmente observável, por uma estimativa adequada de preço que o referido ativo teria no caso de uma possível negociação. Na prática, o registro de ganhos e perdas para o segmento de renda fixa decorre da oscilação diária da taxa de juros corrente: se ela desce o preço atual do título aumenta gerando um ganho e, ao contrário, se ela sobe o preço atual do título diminui acarretando uma perda.

Os princípios da MaM foram fixados pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA e contemplam a abrangência plena, com a aplicação da MaM a todos os ativos do fundo; o comprometimento, voltado para obter o preço justo para esses ativos; a equidade, prevendo tratamento equitativo a todos os cotistas; a frequência mínima de realização, vinculada à periodicidade de divulgação das cotas; o formalismo, com a atribuição do processo à área de controle de risco das instituições; a objetividade, que consiste em obter informações de preços preferencialmente de fontes externas e independentes; a consistência, que significa a adoção do mesmo preço para qualquer um dos fundos geridos pelo mesmo administrador; a transparência, preconizando que as metodologias de MaM utilizadas devam ser tornadas públicas; e a adoção das melhores práticas de mercado na utilização de processos e de metodologias de MaM.

As entidades fechadas de previdência complementar– EFPC acompanharam o mercado financeiro e estão, em sua grande maioria e para a maior parte de seus ativos, precificando com base na MaM. O método anterior, que utilizava a curva de vencimento do papel para a precificação do título, era mais simples na medida em que resultava em uma apropriação proporcional do rendimento nominal do título no decorrer do tempo e, para as EFPC do tipo Plano de Beneficio Definido, não gerava maiores problemas com relação a possível transferência de riqueza entre os seus

(*) contador aposentado do BNDES, certificado pelo Instituto de Certificação dos Profissionais de Seguridade Social – ICSS; foi membro do Conselho Fiscal (2002/07) e do Conselho Deliberativo da FAPES (2007/11).

“cotistas” ou participantes devido ao mutualismo, mas impedia a comparabilidade de suas carteiras com aquelas marcadas a mercado.

A MaM pode trazer alta instabilidade aos resultados diários da carteira e que será diretamente proporcional à amplitude de variação da taxa básica da economia e aos prazos e volumes da carteira expostas ao risco, ou seja ao seu *duration*. De acordo com a definição de Macaulay, o *duration* é a média ponderada dos prazos a decorrer dos títulos de uma carteira de renda fixa e uma função dos fluxos de caixa representados pelos rendimentos periódicos e pelos valores de resgate. Por exemplo, uma NTN-B Principal vencível em 2035, e que tem os juros pagos juntamente com o principal ao final do prazo de maturação do papel terá um *duration* maior do que uma NTB-B vencível em 2035 com cupom de juro de 6% ao ano pago semestralmente.

Na FAPES uma parte representativa dos recursos garantidores do Plano de Benefícios está alocada no segmento de renda fixa e precificada pela MaM, sendo que em 31 de julho passado essa posição era de R$ 5 bilhões, representando 60% da carteira de investimentos e constituída majoritariamente por NTN-B. A política de investimentos da Fundação nos últimos anos foi de progressivo alongamento dos prazos, buscando o casamento entre ativos e passivos, e essa particularidade foi altamente positiva para a obtenção de elevada rentabilidade no biênio 2011 e 2012.

Com a progressiva queda nas taxas de juros no período o segmento de renda fixa trouxe rentabilidades nominais de 15,9% e 28,9%, naqueles dois anos, representando ganhos líquidos reais, atribuíveis exclusivamente ao declínio da taxa de juros de mercado supondo estabilidade da carteira, estimados em 2,7% e 14,9%. Este cálculo foi simplificado por considerar que toda a carteira de renda fixa estivesse constituída por NTN-B e por estimar um ganho real depois de desconsideradas a renda de um cupom mínimo de 6% ao ano e as inflações de 6,50% e 5,84% naqueles bienio.

No entanto, o inédito aumento real na taxa básica de juros verificado em meados deste ano representou uma radical mudança de paradigmas, alterando a percepção do mercado com relação à volatilidade dos títulos de renda fixa. Na Fundação essa nova realidade acarretou a “devolução” de parte dos ganhos anteriormente obtidos, com o registro de uma rentabilidade negativa de 5,8% para a carteira de renda fixa.

Esta “devolução” não afeta significativamente a capacidade de o Plano de Benefícios gerido pela FAPES de honrar suas obrigações no longo prazo, pois a manutenção desses títulos até o seu vencimento assegura o recebimento do fluxo de caixa contratado para as NTN-B que estão em carteira. Por outro lado, esse contexto negativo afeta – e de forma significativa - o desempenho financeiro nominal de curto prazo deste segmento, impactando na carteira total de investimentos da FAPES.

Portanto, as atuais perspectivas para o segmento de renda fixa ainda estão carregadas do pessimismo trazido pelo seu desempenho recente e as possíveis estratégias de atuação para o segmento têm que ser avaliadas no conjunto das incertezas provocadas pela evolução desfavorável do mercado de renda variável, pela insegurança quanto ao comportamento futuro da inflação e pela volatilidade decorrente do quadro recessivo internacional, dentre outros fatores.

(*) contador aposentado do BNDES, certificado pelo Instituto de Certificação dos Profissionais de Seguridade Social – ICSS; foi membro do Conselho Fiscal (2002/07) e do Conselho Deliberativo da FAPES (2007/11).