

ATENÇÃO AOS ORÇAMENTOS DE RISCO

EFPCs pequenas e médias relatam como as projeções de juros e inflação podem turbinar os retornos daqui para frente

MARTHA ELIZABETH CORAZZA

Nas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs) de pequeno e médio porte, responsáveis pela administração de patrimônios que oscilam entre R\$ 230 milhões e R\$ 2 bilhões, as políticas de investimento para este ano refletem claramente a mudança na estimativa de juro real, revertendo a situação de 2021, diz Leonardo Ozorio, Diretor de Relações Institucionais da Luz Soluções Financeiras, consultoria cuja carteira de clientes e formada majoritariamente por esse pú-

blico. “Temos observado que as entidades estão cada vez mais atentas aos seus orçamentos de risco”, diz. No ano passado, a média das políticas de investimentos das EFPCs acompanhadas pela consultoria deu rentabilidade de 137% do CDI, e ainda assim o retorno real ficou negativo. Para zerar essa conta, seria necessário terem obtido 218% do CDI e, embora a alocação no exterior tenha ajudado, foi preciso ter orçamentos de risco maiores. Este ano, porém, a alta do juro e o efeito do Banco Central sobre a inflação devem

▶▶ INVESTIMENTOS

contribuir para reverter os maus retornos reais de 2021, com alguma folga. Assim, os orçamentos de risco, em sua maioria, não foram alterados.

“Internamente, temos um ano político bem delicado, com viés forte de populismo em ambiente que já é de problemas fiscais, além dos fatores externos, com a perspectiva de alta do juro pelo Banco Central americano” lembra Ozorio. Como estimular a economia e conter a inflação sem estourar o lado fiscal é a grande questão.

O caldeirão de incertezas poderá, em princípio, ser amenizado pela âncora monetária do BC, acredita Ozorio. “Esta é, aliás, a única âncora que nos resta. A expectativa para a Selic no final do ano já começou a ceder um pouco: projetamos 11,28% e um juro real bastante positivo”, explica. Mas há desconfianças claras em relação ao potencial de pressão inflacionária. O fato é que a inflação de 5,03% projetada pelo (boletim) Focus só será possível com uma queda ainda mais forte da atividade econômica, o que “pega mal” em ano eleitoral, admite Ozorio. No caso de inflação maior, porém, ele acredita que o BC não vá deixar a Selic no patamar de 11%.

Nos investimentos, o ganho real torna atrativas algumas aplicações em crédito privado, mas com cuidado especial ao risco diante da situação de endividamento das empresas. As políticas indicam percentuais de apenas 5% a 7,5% em operações de crédito de *high yield* (risco mais elevado). Na Bolsa, as alocações seguem reduzidas enquanto os estruturados aumentaram um pouco para assegurar diversificação, com fundos multimercados

que adotam estratégias diferenciadas. “Os multimercados agora saem do macro e passam a apostar em *long and short* e *long-biased* para conseguir melhor correlação”, detalha Ozorio.

Embora ainda seja baixo o percentual médio de investimento no exterior, há um crescimento expressivo nas carteiras, e muitas das pequenas e médias já estão no limite regulatório. “Aqui estimulamos que fiquem perto do teto legal de 10% dos ativos totais em estratégias internacionais para explorar melhor o efeito da decorrelação com o dólar. Já estão todas próximas desse limite”, observa o consultor.

“Voltaremos este ano a um juro real que não víamos há algum tempo e o cenário mais volátil joga lenha na fogueira da renda fixa, porque ela vai gerar rentabilidade de novo”, enfatiza Maurício Martinelli, Líder de Investimentos da Mercer Brasil.

Na renda variável, ele enxerga estabilidade na exposição das EFPCs, mas por ser um ano mais volátil, algumas teses deverão crescer mais do que outras, como os investimentos em empresas de tecnologia e, lá fora, as empresas de *value growth*, tecnologia e varejo *online*.

Entre as 50 fundações acompanhadas de perto pela Mercer, a maioria com patrimônio de R\$ 1 bilhão a R\$ 2 bilhões e gestão totalmente terceirizada, nenhuma prevê sequer alocação pequena em médio risco de crédito. “Delimitamos aqui os *ratings* e o baixo risco de crédito”, conta Martinelli.

De modo geral, não há grandes alterações nas políticas, além de baixa convicção para assumir posições estruturais ou de mais risco. Nessa conjuntura, o investimento no exterior é o grande diferencial

Caldeirão de incertezas deve, em princípio, ser amenizado pelo Banco Central

de proteção do capital e da rentabilidade, diz o consultor. “Tem sido uma boa surpresa a oferta de produtos globais no Brasil porque isso facilita a seleção, mas defendemos que isso seja feito sem *hedge* cambial”, observa. As EFPCs acompanhadas pela Mercer já têm mais de 5% de seus ativos aplicados no exterior e algumas avaliam aplicar também em BDRs de ETFs. “Outro sinalizador relevante é o fato de a Abrapp ter incluído uma linha de investimentos no exterior em seu consolidado estatístico”, aponta Martinelli.

A volta do CDI

Com ativos da ordem de R\$ 1,8 bilhão, sendo R\$ 1 bilhão no plano de Benefício Definido e R\$ 800 milhões no de Contribuição Definida, a Fundação Promon calibra seus investimentos em 2022 baseada na mudança forte das perspectivas para o juro no País, diz o Diretor de Investimentos e AETQ, André Natali. Nos últimos anos, as carteiras foram realocadas para um cenário de juro baixo que deveria permanecer por mais tempo, trazendo necessidade de tomar mais risco. “A alta da Selic, porém, veio bem acima do que se previa e, no momento, voltamos para o passado em relação ao CDI, o que será determinante nas políticas de investimento este ano”, afirma.

A convivência com o CDI elevado e o ganho real positivo exigem um olhar de oportunidade para os investimentos em 2022. “Já começamos a aumentar a parcela de RF mais líquida para fazer alocações à medida que o cenário fique mais turvo.”

Em 2021, o plano CD reduziu sua parcela de renda variável de 13% para cerca de 8% dos ativos e deve diminuir mais, che-

gando perto de 6%. Os fundos imobiliários também recuaram, de 8% para 5%. “Como investidores de longo prazo, defendemos uma *asset allocation* mais estrutural, normalmente com revisão anual e alterações que costumam ser apenas marginais. Em 2022, porém, estamos desviando dos últimos anos por conta da mudança no CDI”, diz Natali.

Para o plano BD, a estratégia discutida pela fundação é intensificar os títulos públicos marcados na curva além das reservas matemáticas para fazer a imunização do superávit. Trata-se de uma abordagem que torna o superávit mais determinístico e menos dependente do risco de mercado, mas que ainda está em discussão, inclusive com a Previc.

Mercado de derivativos

O investimento da Fundação Promon no exterior será mantido, com uma parcela que chega ao limite legal de 10% dos ativos do plano CD e exposição integral à variação cambial, mas com proteções feitas por meio do mercado de derivativos na carteira própria. Os derivativos, aliás, são utilizados tanto na proteção cambial quanto na proteção das alocações em renda variável contra variações do Ibovespa. “Em 2021 já foi assim e as operações com opções de Ibovespa estão bastante positivas. Compramos essa proteção para o nível de 120 mil pontos e hoje ele está em torno de 105 mil pontos, um ganho relevante”, explica.

No caso do exterior, Natali lembra ainda que investir em ações *offshore* exige cuidados redobrados porque os índices lá fora estão em suas máximas históricas, o que preocupa. “Investimos por meio de

Investimento no exterior da Fundação Promon tem câmbio e derivativos

▶▶ INVESTIMENTOS

um fundo de fundos exclusivo e damos liberdade total ao gestor.” O uso de derivativos será mantido este ano e agregará operações de proteção para o índice S&P (investimentos em bolsas globais), com a compra de *puts*. “Gostamos desse mecanismo e nos capacitamos para operar no mercado de opções do Ibovespa, com sucesso. No câmbio, a proteção já está em patamar adequado por conta da deterioração forte do real, então compramos opções baratas definindo o nível de *strike*” (o preço pré-acordado de execução da compra ou da venda do ativo), informa Natali.

Os derivativos são utilizados de modo que mesmo as opções “virando pó”, não haverá impacto relevante para a rentabilidade do plano. Segundo o Diretor de Investimentos da Fundação Promon, o tema é complexo e árido, mas tem valor absurdo. No plano BD, diz ele, parte do superávit foi mantida e o risco do investimento em renda variável foi mitigado graças aos derivativos de Ibovespa. “Como é um plano com meta definida que não precisa participar de todo o *upside* da Bolsa, vendemos *calls* no mercado de opções e recebemos prêmios por isso, o que financia a compra de *puts*”, detalha. Natali observa que a execução é simples, o mais difícil é encontrar a estrutura certa, que faça sentido para cada plano.

Ajustes táticos

Pequenos ajustes em renda variável, fundos estruturados e exterior estão na base da política de investimentos deste ano da Value Prev, que administra R\$ 1,4 bilhão em ativos, de forma totalmente terceirizada, junto a 18 gestores e 22 veí-

culos de investimento. “Fizemos mudanças estratégicas no início de 2020 e agora é só uma questão tática porque a nossa visão de longo prazo não mudou. Seguimos posicionados em Bolsa e exterior, até porque um fundo de pensão não pode ter o luxo de ficar fora de algumas opções de risco”, pondera o Diretor Financeiro e AETQ, João Carlos Ferreira.

O percentual alocado em exterior será mantido e o segmento de estruturados ainda tem espaço para subir um pouco, mas a renda variável tende a ser reduzida porque o participante não gosta de volatilidade, lembra Ferreira. “O dono do dinheiro prefere ter um retorno menor do que uma carteira que balance muito ao longo do ano. Não se pode olhar apenas para os modelos matemáticos”, afirma.

A fundação, que adota perfis de investimento e tem a maioria dos participantes no perfil conservador, já atingiu a fase de maturidade nos planos patrocinados e os aposentados escolheram opções menos arriscadas. “O perfil conservador, que tem Bolsa em intensidade menor, foi o que melhor rentabilizou historicamente”, diz.

Este ano será melhor em termos de rentabilidade em comparação a 2021 graças ao aumento do juro real, concorda Ferreira. Na Value Prev, 25% da renda fixa estão no segmento de crédito privado 100% *high grade*. “Carregamos historicamente posições relevantes em crédito, com exposição estrutural, e isso não mudou. As aplicações estão em créditos de empresas e também um pouco de FIDCs, de modo bastante pulverizado, sem causar transtornos à carteira”, explica.

“O dono do dinheiro
prefere ter retorno
menor do que
uma carteira que
balance muito”

Nos fundos estruturados, a entidade mantém uma parcela dos recursos comprometida com um FIP florestal em fase de investimento, que representa cerca de 2% da carteira. “Foi o nosso segundo ano de experiência com os florestais e ela tem sido positiva”, informa Ferreira. Além disso, há multimercados livres macro e *long and short*, que devem ocupar mais espaço. “Vamos aumentar um pouco ao longo do ano para chegar a ter mais 3% ou 4% no máximo.”

O percentual de exterior chega a 8% dos ativos, podendo subir caso haja mudança no limite legal. “Temos interesse em ampliar, tanto em fundos de renda fixa quanto *equities*, hedgeados e não hedgeados.” São cinco fundos para exterior com cinco diferentes gestores, seguindo a mesma diretriz de diversificação aplicável a todas as classes de ativos.

Risco de crédito e mercado

Na Fundação Ecos, o ano começou com os ajustes quase totalmente feitos, com a vantagem adicional de os participantes do plano CD não terem migrado entre os perfis de investimento. “Eles estão aguentando bem a volatilidade da Bolsa, de olho no longo prazo”, explica o Diretor Administrativo Financeiro e AETQ, Tiago Villas-Bôas.

O perfil mais arrojado permite alocar até 38% dos recursos em renda variável, mas metade disso, relativa às contribuições da patrocinadora, fica no perfil conservador, o que significa que menos de 20% podem ser investidos na Bolsa. De todo modo, o desempenho negativo do segmento não assustou o participante, e o trabalho de educação financeira feito pela

fundação tem ajudado a manter essa percepção de longo prazo bem afinada, avalia o Diretor.

No plano BD, maduro, com parte de seus R\$ 920 milhões em ativos já atrelada às provisões matemáticas e com títulos de longo prazo marcados na curva, não há muito espaço para manobras. “Mas fizemos ajustes de rota, como num transatlântico”, observa Villas-Bôas. Já no plano CD, que tem patrimônio de apenas R\$ 7 milhões, há maior flexibilidade porque o público é jovem e conta com perfis de investimento.

Do meio de 2021 para cá, atenta às projeções de alta da Selic, a entidade já havia começado a reduzir o risco de mercado e, ao mesmo tempo, aumentar a participação do risco de crédito. O movimento foi na direção de ativos com *duration* mais curto enquanto se esperava para saber qual seria a magnitude da alta do juro. Hoje o direcionamento é para o crédito, uma vez que a meta é de IPCA mais 4% e a rentabilidade desse mercado permite retornos de IPCA mais 6%. “Nesse patamar já começa a ficar interessante, porque paga o custo administrativo e ainda sobra”, pondera Villas-Bôas. Com a recalibragem, o crédito privado responde hoje por 16% dos ativos, aplicados em fundos que englobam debêntures, crédito e títulos bancários.

A Bolsa brasileira, lembra o dirigente, sofreu muito com a chegada da Covid-19 e o risco fiscal. Depois veio a queda das cadeias produtivas globais, o que foi agravado, no mercado doméstico, pela valorização do dólar e inflação. “Agora a Bolsa sofre pelo barulho político que deve continuar em 2022. No entanto, acreditamos haver

Desempenho ruim da Bolsa não assustou participantes da Fundação Ecos

▶▶ INVESTIMENTOS

Alocação da Previsc em multimercados estruturados passará para 6%

papéis com descontos exagerados, e estamos confortáveis com a nossa parcela de 9%”, afirma.

A entidade também vai manter o investimento em FIPs de infraestrutura listados em Bolsa, cuja operação é semelhante à dos fundos imobiliários. “Temos hoje 2% dos recursos do plano BD nesse segmento, composto, em geral, por projetos de energia bem interessantes.” Além disso, conclui Villas-Bôas, os gestores da Fundação Ecos continuam a olhar o mercado como um todo mirando um eventual reposicionamento à medida que surgirem oportunidades de diversificação.

Controle de risco

Após um 2021 muito ruim, espera-se mais preocupação com questões políticas e inflação, sinalizando novas altas da Selic, ressalta o Diretor de Investimentos da Previsc, Ricardo Esch. “Passamos a trabalhar, para o final de 2022, com Selic acima do que projetávamos em outubro passado. A média agora é de 10,5% porque a taxa deve atingir entre 11,25% e 11,5%”, informa.

A entidade, cuja carteira total soma R\$ 1,6 bilhão, tem meta atrelada ao INPC mais um percentual que varia entre 3% e 5,8% para os seus 19 planos de benefícios. Mas sua projeção para o IPCA também ficou mais carregada este ano, em torno de 6,5%, e INPC de 7%. “Isso significa que o juro real será insuficiente e, por conta dessa projeção, assim como da volatilidade mais alta, decidimos agregar um novo componente de controle de risco à nossa política, além das metas de rentabilidade”, explica Esch.

A Previsc está inaugurando uma nova metodologia de cálculo da volatilidade esperada consolidada de sua carteira, que aponta o patamar de 5,32%, informa o Diretor de Investimentos. O cálculo é novo porque a volatilidade só era calculada isoladamente, e não de modo consolidado.

Em função desse trabalho, a entidade decidiu reduzir um pouco sua exposição à renda variável (de 17% para 15%), direcionando esses recursos para mais investimento no exterior, que passará de 6% para 9,5% dos ativos, praticamente no limite legal. Esch, aliás, considera que é preciso voltar a debater o eventual aumento desse limite junto aos reguladores, talvez subindo de 10% para 20% num primeiro momento.

Outro aumento de alocação ocorrerá nos fundos multimercados estruturados, que respondiam por 3,8% dos ativos totais, passando para um percentual de 6% este ano. “Além do juro, o segmento fica interessante por conta da volatilidade elevada no mercado e dos diversos elementos do cenário que podem trazer flutuação dos resultados”, diz Esch. Todos esses pontos já foram alinhados e a entidade começa agora a concretizar as mudanças. “Estamos bem diversificados em estratégias e gestores: são quatro deles para os multimercados estruturados e quatro em exterior.”

A política de investimentos da entidade aponta 64% dos seus ativos totais em renda fixa, incluindo, nesse percentual, o crédito privado, com 19%. A EFPC também prevê alocar 3,6% em fundos de investimento imobiliário (FII). ■