

A arte da alocação de ativos em 2020

Vivemos em um cenário macroeconômico marcado por dois movimentos fundamentais: uma taxa de juros reais abaixo de 2% – que, ao contrário de 2013, têm condições de permanecer dessa forma por um período de tempo prolongado –, e o surgimento das plataformas de fundos de investimento. Esse último permite que as pessoas físicas estejam no mesmo patamar de investidores institucionais, quando o assunto é a escolha de fundos de renda variável e multimercados estruturados.

Antes do surgimento das plataformas, fundos mais sofisticados ficavam exclusivos a clientes de alta renda e investidores institucionais. Agora, isso mudou e começamos a assistir ao fechamento de vários fundos de investimento, já que, de acordo com o julgamento destes gestores, não há mais ativos disponíveis para cumprir o mandato proposto. Essa onda de fechamentos deve, em um período próximo, passar para os fundos exclusivos.

Notem que estamos nos referindo a somente duas classes de investidores, mas há ainda um terceiro grupo de investidores, que está fora deste movimento de compra de ativos – o estrangeiro. Aliás, até o fim de novembro, o investidor estrangeiro registrou uma saída líquida de R\$ 11,6 bilhões da Bolsa de Valores, e só deve voltar depois que o Brasil mostrar sinais inequívocos



Divulgação

de crescimento econômico e em um cenário de melhoria no ambiente de risco mundial – com o arrefecimento da guerra comercial entre EUA e China e melhoria na estabilidade política da América Latina, por exemplo.

Assim, a situação para alocação de recursos não poderia ser mais desafiadora. A seguir, tentamos elucidar o tamanho deste desafio.

I. O juro real brasileiro caiu mais rápido do que a hipótese de taxas de reinvestimento utilizadas nos programas de Asset Liability Management (ALM) nos planos de benefício definido (BD). Portanto, o risco de investimento que “machucou” muitos planos BDs pelo mundo, passou a ser uma realidade no Brasil;

II. O ambiente de juros reais e negativos está

A chegada das plataformas mudou o mercado, antes os fundos mais sofisticados ficavam exclusivos para clientes de alta renda e institucionais

se espalhado por todo o mundo. Hoje, aproximadamente 90% das economias de países desenvolvidos opera com juros reais próximos de zero ou negativos;

III. O ciclo anual de avaliação das EFPCs e RPPS não é mais compatível com os atuais níveis de juros reais. Não é razoável esperar de um gestor de uma EFPC um retorno de Inflação + 5% todo ano. Lembrando que a mediana das metas atuariais no Brasil para as EFPCs está em torno de Inflação + 5,19% ao ano. No caso dos RPPS, essa mediana é mais alta. O risco que este gestor vai ter que assumir poderá ser muito alto. Portanto, o ciclo anual de avaliação dos investidores institucionais precisa ser reavaliado urgentemente;

IV. Mesmo os investidores institucionais que possuem papéis na curva próximos de sua meta atuarial não estão em “berço esplêndido”. Por exemplo, tome um plano BD que possui meta atuarial a IPCA + 5,15% e possui papéis na curva a uma taxa média próxima da sua meta atuarial. O que é melhor para este plano? a) Vender os papéis a mercado, realizar o ganho e, com isso, reduzir a sua meta atuarial e alocar os recursos em ativos com retorno esperado maior? Ou b) Ficar como está? Esta resposta não é trivial, pois depende de alguns fatores. Dentre eles, estão a qualidade do cash flow matching que o investidor fez entre os cupons e amortizações dos seus papéis e o fluxo de caixa do seu passivo (isto é, a qualidade do ALM realizado nos últimos anos);

V. Em julho, mais de 70% das carteiras das EFPCs e RPPS estavam em renda fixa. Essa estratégia deu certo em 2019 devido ao fechamento dos juros, que garantiu uma rentabilidade espetacular das NTN-Bs mais longas. Agora, a partir de 2020, o desafio vai ser muito maior, pois estamos chegando ao fim do ciclo de fechamento de juros.

DIFICULDADES – A dificuldade vai surgir para planos BDs e CDs. Para os primeiros, haverá o desafio de bater a meta atuarial e, para o segundo, a anuidade “comprada” pelo participante com a sua reserva acumulada poderá ter um valor frustrante.

Esta realidade já ocorreu no Brasil. Em 2013, os juros nominais chegaram a 7,40% a.a. e os juros reais foram para baixo de 1%, o que gerou uma série de decisões de investimentos equivocadas, principalmente em relação a investimentos estruturados. Por exemplo: gestores de Fundos de Participação (FIPs), que não tinham sequer um ciclo de

desinvestimento completo realizado e não tinham recursos aportados nos fundos (skin in the game), receberam aportes de investidores institucionais. O final desta história todos nós sabemos.

Por exemplo, para os investidores estrangeiros é essencial – mas não suficiente – a comprovação da realização de ciclos de desinvestimento nesta classe e o “skin in the game” para que um gestor receba aportes em seus fundos de private equity (FIPs).

A partir de 2017, a lei que regula investimentos em RPPS passou a conter essas duas exigências, e a lei que regula as EFPCs, uma delas. O problema específico dos FIPs é que, após os problemas já mencionados, estes veículos ficaram malvistas entre os investidores. Esta situação começou a mudar com as legislações específicas dos investidores, como citado acima, e também por meio da MP da Liberdade Econômica, que delimitou responsabilidades entre administrador, gestor e cotista, provendo mais segurança jurídica ao veículo. Mas, obviamente, a necessidade de buscar bons retornos de maneira descorrelacionada com o resto dos ativos e com o risco controlado é o que vai mover o investidor institucional de volta a esta classe de ativos.

LIMITES DE RISCO – Os investidores institucionais vão precisar refazer as suas políticas de investimento com muito cuidado. Além de novos limites para alocação em outras classes de ativos, os limites de risco vão precisar ser refeitos, e a maneira de comunicar estes limites para os órgãos de governança também. Lembrando que, a partir de 2020, o sistema de fundos de pensão precisa gerar no intervalo de um ano o retorno mínimo real de 5,19% a.a. (mediana das metas atuariais do sistema) para os planos BD, tendo uma taxa de juros reais abaixo de 2%. A “régua” para os RPPS deve ser ainda mais alta.

O grande desafio dos investidores institucionais será buscar dentro dos seus limites legais (Res. 4616 para as EFPCs e a Res 3922 para os RPPS) os ativos que agreguem retorno e que tenham uma baixa correlação (ou até negativa) com o seu “estoque” atual de ativos. A diversificação na alocação já é feita lá fora, onde os grandes endowments americanos têm somente 13% em ações americanas e 7% em títulos de renda fixa. E os estudos apontam que esta diversificação empregada é considerada a principal razão para os seus retornos superiores de longo prazo.

* Sócio da Vinci Partners.