

Por Martha E. Corazza

O vencimento, em maio, de um lote de títulos do Tesouro - NTN-B e, em primeiro de julho, de NTN-C, em conjuntura marcada pela possível manutenção de juros declinantes, com retornos talvez abaixo das metas atuariais, abre uma série de discussões sobre a realocação desses recursos. A hipótese de continuidade na queda da taxa Selic é um dos cenários possíveis, o que tornaria inevitável a busca por ativos que embutam maior grau de risco e que poderão garantir melhores retornos futuros a longo prazo. Ao mesmo tempo, realocar parte dos recursos novamente em títulos do tesouro pode trazer oportunidades de ganho no curto prazo.

"O vencimento de NTN-Bs em maio não é tão relevante em termos de volume, já que boa parte desses papéis foi trocada pelos investidores desde o momento de sua compra, porém é hora também de pagar o cupom dos papéis, o que é mais significativo", observa o sócio da consultoria Aditus, Guilherme Benites. Além disso, vencerão em julho as NTN-Cs, papéis que acabaram não sendo trocados ao longo do tempo, ao contrário da série B, até porque não ofereciam liquidez suficiente. De todo modo, ele ressalta que, embora os volumes não sejam tão preocupantes, a grande questão que se coloca é saber se vale ou não a pena recomprar esse tipo de papéis no momento em que os juros sinalizam retornos futuros inferiores às metas atuariais.

**Incertezas e oportunidades** - "Neste momento ainda é possível aproveitar o patamar da Selic e do CDI, ambos na faixa de 12,25%, já que a inflação projetada para 12 meses é de 4%, ou seja, mesmo para quem tem meta de 5,5% é possível superá-la com estratégias de compra de papéis prefixados baseados na Selic", analisa o diretor responsável pela Comissão Técnica Nacional de Investimentos da Abrapp e diretor-presidente da Casfam, Guilherme Velloso Leão. Essa oportunidade, porém, está restrita a um horizonte de um a três anos à frente. Para quem tem uma visão de mais longo prazo, com olhar no passivo, será preciso avaliar hipóteses de compra de NTNs que permitam alongar acima da meta. Mas, considerando que a redução do juro continue em 2017 e em 2018, será inevitável procurar mais risco.

As decisões encontram um fator complicador no que diz respeito às perspectivas da economia brasileira em 2017 e 2018, uma vez que os mercados, nesta primeira quinzena de abril, perderam um pouco do otimismo e agora admitem que o governo federal entregará provavelmente menos do que se esperava há um mês, aponta Benites. O que poderá afetar a performance dos ativos de risco. Para aumentar a incerteza, há uma percepção de que os ventos a favor que sopraram no cenário internacional até agora podem mudar, inclusive com o fim do período de relaxamento monetário internacional, que dá sinais de estar no limite.

**Multimercados explodem** -A perspectiva, por ora mantida, de que a Selic seguirá caindo, faz com que muitas Entidades Fechadas de Previdência Complementar prefiram aplicar ao menos uma parte dos recursos para recomprar esses papéis e garantir ganhos a curto prazo. As principais alternativas à recompra pura e simples de NTNs passam pela bolsa e pelos fundos multimercados – os "queridinhos" dos investidores institucionais, family office e private bank em 2016 – cuja demanda continua explodindo frente a uma oferta agora restrita já que muitos gestores optaram por fechar carteiras.

"A demanda forte pelos multimercados no ano passado acabou provocando um problema para os gestores, até porque houve um forte vencimento de papéis públicos de 2014 e esses fundos sofreram resgates expressivos frente à concorrência dos títulos públicos, então o gestor pode se complicar se captar recursos demais", explica Benites. O que torna difícil hoje em dia encontrar uma lista de produtos viáveis.

Algumas casas gestoras optaram, entretanto, por manter multimercados disponíveis apenas para os fundos de pensão. "O tamanho dos mercados brasileiros é limitado e houve um movimento forte

de compra pelos institucionais, family office e private, os gestores captaram muito e, pela sua lógica de risco, perceberam que não tinham mais condições para manter muita oferta”, observa o diretor de Investimentos da Funcesp, Jorge Simino.

**Movimento antecipado** - Embora não tenha um volume relevante de NTN-Bs para vencimento em maio em sua carteira, a Funcesp tem sim um vencimento mais expressivo de NTN-Cs em julho, no valor de aproximadamente R\$ 1 bilhão. O que é explicado pela necessidade, no passado, de usar esses papéis para fazer o matching do passivo da fundação, indexado pelo IGP-DI mais atuarial. “Os nossos vencimentos em valores mais expressivos desses títulos serão, porém, em 2021 e 2031”, informa Simino.

A decisão sobre o que fazer com esses recursos, por enquanto, é deixá-los dormindo em aplicações de curto prazo, para fazer caixa até que seja possível vislumbrar melhor o horizonte. Mesmo porque hoje, admite Simino, ninguém sabe o que será melhor dentro de três meses, quando vencerão os papéis. Os multimercados são uma alternativa importante para a Funcesp, que elevou de R\$ 200 milhões para R\$ 1 bilhão sua aplicação nesses fundos desde meados de 2016. A metade deles é de carteiras de baixa volatilidade – 3% ao ano - e a outra metade está em fundos estruturados de alta volatilidade – 6% a 7% ao ano.

No total, entre o final do ano passado e o começo de 2017 a Funcesp já tirou cerca de R\$ 2,3 bilhões de ativos indexados ao CDI para realocá-los em ativos de maior risco, incluindo os multimercados e um tanto de bolsa, além de ter comprado muitas NTN-Bs com taxas boas, acima de 6,10%. Com esse movimento, a entidade enfrenta as oscilações de 2017 na posição mais confortável de observadora, afirma seu diretor. “Hoje não temos mais apetite para comprar NTN-B a taxas de 5,25%, quem apostar em novos fechamentos de juros poderá fazê-lo”.

**Expectativas** - A percepção é de que as EFPCs devem olhar mais para os multimercados estruturados, reforça Guilherme Leão. “É o que temos notado inclusive nas discussões no âmbito das Comissões Técnicas Regionais da Abrapp, até porque esses produtos permitem fazer hedge em renda variável e nos investimentos no exterior, mitigando riscos e volatilidade”. Na Casfam, cuja carteira está bem equilibrada em termos de NTN's e obrigações atuariais, já não há justificativa para colocar recursos nos próximos vencimentos. “Em maio vamos olhar para oportunidades em títulos prefixados baseados na Selic e em multimercados estruturados, acredito que essa será a decisão de boa parte das EFPCs”.

Outra alternativa será começar a voltar para estratégias específicas de renda variável, de gestão mais ativa, e talvez começar a olhar para algumas emissões de crédito privado, com muito cuidado na seleção de ativos. “Em síntese, não deverá haver uma realocação de todo o vencimento numa simples troca de NTN's”, acredita Leão.

Para que os investidores passassem a apostar seriamente nos mercados estruturados, incluindo FIPs e projetos de infraestrutura, seria preciso que o governo conseguisse entregar muito mais do que tem conseguido”, conclui Guilherme Benites.

**Fonte:** [Diário dos Fundos de Pensão](#), em 10.04.2017.