

Por Gilberto Kfouri Júnior (\*)



Inúmeras vezes nos deparamos com investidores em dúvida na escolha do melhor benchmark de renda fixa para a alocação dos seus investimentos. Obviamente que a decisão não é trivial e muitos fatores devem ser levados em conta. É sabido da literatura que os índices com maior volatilidade são os que oferecem o melhor retorno esperado. Ao analisarmos retornos realizados podemos verificar que eles são coerentes com os retornos esperados. Sabemos também que o duration do índice é o melhor indicador de risco. Portanto, índices com duration mais longo devem proporcionar os maiores retornos esperados. Por outro lado, o perfil dos investidores faz com que muitas vezes eles não tolerem carteiras com volatilidade muito elevada. No caso dos fundos de pensão esses investidores são em última instância os participantes dos planos, que na maior parte das vezes são muito sensíveis a períodos de retornos negativos. Pelo perfil de longo prazo, índices como IMA-B 5+ ou IMA-B deveriam ser os mais utilizados para investidores com passivos de longo prazo, como são os fundos de pensão, mas na prática não é o que vemos para um número relevante deles.

Os índices compostos são bastante utilizados combinando-se dois ou mais sub-índices buscando-se uma eficiência de objetivo de retorno elevado respeitando-se parâmetros de risco aceitáveis por quem toma as decisões de investimento. Quando analisamos dados de longo prazo para alguns dos sub-índices da Anbima podemos perceber que o que proporciona maior retorno é o IMA-B 5+ seguido do IMA-B, justamente os dois com maior volatilidade. Fizemos uma análise de um período entre janeiro de 2008 e maio de 2021, compreendendo 13 anos e 5 meses, passando por vários eventos relevantes desde a crise financeira global de 2008 até a pandemia com início em 2020 e se estendendo até 2021 para alguns dos sub-índices mais utilizados por fundos de pensão.

Abaixo podemos ver o retorno e a volatilidade anualizados:

	IMA-S	IRF-M	IMA-B 5	IMA-B	IMA-B 5+
Retorno (%a.a.)	9,21%	11,37%	12,22%	13,09%	13,94%
Volatilidade (%a.a.)		3,43%	3,01%	7,72%	11,59%

Uma das formas mais utilizadas para mensurar qual é o índice mais eficiente na relação risco versus retorno é o Índice de Sharpe, que para algumas pessoas pode não ser tão intuitivo. Alternativamente optamos por criar índices proprietários desenvolvidos com a combinação de um percentual de IMA-S e um percentual de cada um dos outros índices. Chamamos esses índices compostos de “IRF-M rb”, “IMA-B 5 rb”, “IMA-B rb” e “IMA-B 5+ rb”, onde “rb” vem de rebalanceamento. Para cada um dos quatro índices desenvolvidos fizemos o rebalanceamento diário dos pesos mantendo o duration constante que foi definido empiricamente de sorte a mantermos as volatilidades dentro da mesma ordem de grandeza. Para tanto, o “IRF-M rb” foi definido com um duration de 2 anos, o “IMA-B 5 rb” de 2,75 anos e o “IMA-B rb” de 3,5 anos assim como o “IMA-B 5+ rb”.

Abaixo temos o retorno e as volatilidades anualizadas dos índices “rb”:

	IMA-S	IRF-M rb	IMA-B 5 rb	IMA-B rb	IMA-B 5+ rb
Retorno (%a.a.)	9,21%	11,39%	12,94%	11,09%	10,67%
Volatilidade (%a.a.)		3,57%	3,61%	3,60%	3,52%

Por essa métrica podemos verificar que o “IMA-B 5 rb” é, por uma larga margem, o mais eficiente dos quatro índices desenvolvidos neste estudo. A volatilidade dos quatro é muito similar. Por sua vez, percebemos que o retorno anualizado do “IMA-B 5 rb” supera o segundo melhor, que é o “IRF-M rb”, por 1,60% a.a., o que nos parece uma enormidade.

Analisando os dados para o período em questão, chegamos à conclusão de que os fundos de pensão ao escolherem índices compostos, que possuíam um percentual relevante do risco em IMA-B 5 se mostraram muito eficientes. É natural que quando analisamos janelas de 12 meses, por exemplo, possamos encontrar alguns períodos em que o IMA-B 5 foi menos eficiente do que os outros índices, porém foram poucos períodos e não foram duradouros.

Olhando para frente acreditamos que o IMA-B 5 deve continuar a ser parte relevante do risco para os investidores que possuem índices compostos, entretanto, dependendo da conjuntura esse peso pode ser diminuído e substituído parcialmente por índices como o IMA-B, o IMA-B 5+ e o IRF-M, sem que seja totalmente inutilizado. Em momentos em que o Banco Central se antecipe ao mercado em ciclos de alta ou fique atrás da curva em ciclos de baixa faz sentido diminuir a exposição ao IMA-B 5 pois nesses casos o juro real tende a ser superior ao necessário para o atingimento das metas de inflação impactando diretamente no desempenho desse indexador. Para os que acreditam que o Banco Central mudou a sua postura a partir da última reunião do Copom em junho, pode fazer sentido uma troca parcial da exposição ao IMA-B 5 por um dos outros índices.

(\*) **Gilberto Kfourj Júnior** é CIO da BNP Paribas Asset Management. Graduado em Engenharia pela escola Politécnica da USP, com CEAG em Finanças pela Fundação Getulio Vargas (FGV), Gilberto tem mais de 35 anos de experiência no mercado financeiro, sendo 30 anos em Asset Management, 18 deles na BNPP AM Brasil.

**Fonte:** Abrapp em Foco, em 24.06.2021