



MARCELO GUTERMAN, CFA
Product Specialist

Qual será a rentabilidade do IMA-B?

AGOSTO 2019

Com a queda acentuada das taxas de juros, uma questão recorrente que surge em conversas com os responsáveis pelas decisões em Investidores Institucionais é se haveria espaço para quedas adicionais. Mais especificamente, se valeria a pena mudar o benchmark de renda fixa, aumentando a sua duration ou, pelo contrário, diminuindo a sua duration para colocar os lucros no bolso ou para procurar outras alternativas para aumentar o risco.

Não temos aqui a pretensão de dar uma resposta definitiva a esta questão, mesmo porque esta resposta depende da tolerância a risco de cada entidade, além de um estudo detalhado de seu passivo. O que pretendemos fazer aqui é tão somente fornecer instrumentos para uma tomada de decisão mais informada.

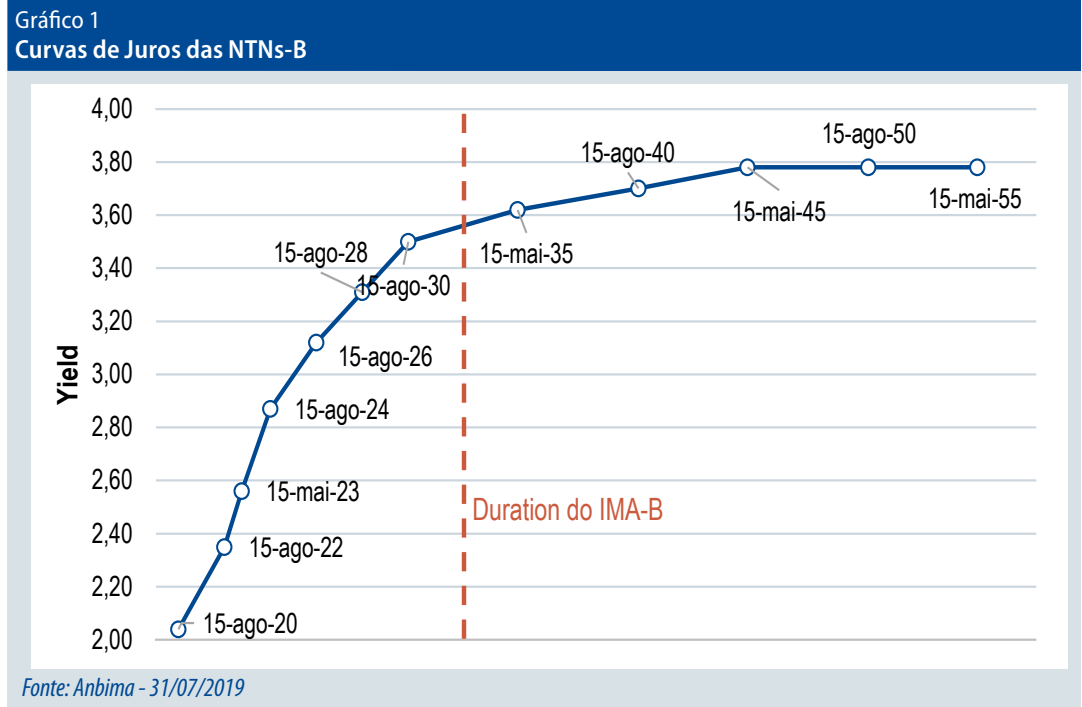
A parcela de renda fixa de grande parte dos planos oferecidos pelos Investidores Institucionais tem como benchmark uma composição envolvendo o IMA-B. Portanto, entender como será a performance deste benchmark é importante para a decisão de aumentar ou não o risco em renda fixa.

Como sabemos, a rentabilidade do IMA-B nada mais é do que a composição das rentabilidades das NTN-B que compõem a sua carteira. E a rentabilidade de uma NTN-B é formada pela parcela atrelada à inflação (IPCA) mais uma parcela prefixada, o cupom. Por exemplo, se uma NTN-B está pagando IPCA + 3,00% ao ano, o seu retorno em um ano será dado pela evolução do IPCA neste ano, acrescido de 3,00%. Se o IPCA tiver sido de 4,00%, o retorno total do papel terá sido de:

$$(1+3,00\%)(1+4,00\%)-1=7,12\%$$

Obviamente, este retorno tem como pressuposto a estabilidade das taxas de juros no período. Ou seja, não há ganho ou perda de capital. Se as taxas de juros se movimentarem, a esta rentabilidade-base deve ser acrescido (ou subtraído) o ganho (ou perda) de capital, causado pela marcação a mercado do título. Digamos, em nosso exemplo, que a duration da NTN-B seja de um ano, e a taxa do papel tenha subido de 3,00% para 3,50%. Haveria, portanto, como efeito da marcação a mercado do título, uma perda de 0,50%, resultado da multiplicação da elevação da taxa em 0,50% pela duration de 1 ano. Grosso modo, a rentabilidade do título não mais seria de 7,12%, mas de 6,62%.

Agora, vamos à situação atual do mercado de NTN-B. Veja, no Gráfico 1, a curva de NTN-B no dia 31/07/2019:



A linha pontilhada em vermelho indica o ponto da curva que representa a duration média de todos os papéis que formam o IMA-B. É esta taxa que consideraremos para os nossos cálculos.

No dia 31/07/2019, a taxa de juros de um título com mesma duration do IMA-B estaria teoricamente pagando 3,56%. Teoricamente, porque este título não existe de fato. Trata-se de uma interpolação, apenas para fins do exercício.

Neste mesmo dia, o IPCA previsto para os doze meses seguintes no relatório Focus estava em 3,67%. Assim, teoricamente, o IMA-B teria a seguinte rentabilidade:

$$(1+3,56\%)(1+3,67\%)-1=7,36\%$$

Portanto, 7,36% é a rentabilidade que podemos esperar para o IMA-B nos próximos 12 meses.

Mas esta rentabilidade, obviamente, é apenas teórica. Três coisas podem acontecer ao longo do tempo, e que terão influência decisiva na rentabilidade: mudanças na composição do IMA-B, IPCA diferente daquele previsto no relatório Focus e, principalmente, oscilações nas taxas de juros. Mas quão diferente tem sido a rentabilidade observada do IMA-B em relação àquela prevista através do cálculo acima?

Fizemos um exercício para tentar responder a esta questão. O resultado pode ser observado no Gráfico 2.

Gráfico 2
Retornos projetados vs. Retornos observados do IMA-B



Fonte: Western Asset / Anbima / BC

Neste gráfico, mostramos o retorno projetado do IMA-B (em verde), conforme o cálculo acima. O último ponto, apontado pela seta, é justamente o do dia 31/07/2019, calculado acima (7,36%). A linha vermelha mostra o retorno observado do IMA-B nos 12 meses seguintes a cada ponto. Este gráfico termina no dia 31/07/2018, último dia em que temos 12 meses completos à frente. Por fim, a linha azul mostra justamente a diferença entre as duas primeiras séries, explicitando o erro da projeção.

Podemos observar que, desde o início da série, os erros variaram entre -20 e quase +20 pontos percentuais, uma variação bastante acentuada. O leitor pode estar se perguntando, então, sobre qual a utilidade desta projeção, se o erro é tão grande. Trata-se de uma pergunta pertinente. No entanto, o cálculo da rentabilidade potencial do IMA-B serve como um ponto de partida para entender o potencial de retorno do benchmark.

Desde o início da série histórica, o erro médio do retorno observado em relação ao projetado foi de +2,64%, sendo +0,49% devido a erro na previsão do IPCA e +2,15% devido a ganhos de capital com queda das taxas de juros e mudanças no benchmark. Ambos os erros são facilmente explicáveis: i) no caso da inflação, em grande parte do tempo o mercado subestimou a capacidade do BC de perder a meta de inflação e ii) houve um movimento consistente de queda de juros ao longo dos últimos anos.

O que dizer, então, da projeção de 7,36% para o IMA-B nos próximos 12 meses? Vamos analisar as duas fontes de erro potenciais: inflação e oscilação das taxas de juros.

Em princípio, a projeção de 3,67% para o IPCA nos próximos 12 meses parece razoável. Se não tivermos nenhum choque relevante, a inflação pode ser até menor, mas não muito. O decisivo, como prova a análise da série histórica, será a oscilação das taxas de juros.

Um novo 2013?

Quando testemunhamos um rally tão forte e um nível tão baixo das taxas de juros, é impossível não recordar o que aconteceu em 2013: após uma queda acentuada das taxas e ganhos expressivos em 2012, o mercado reverteu fortemente em 2013, provocando imensos prejuízos para os Fundos de Pensão. No Gráfico 2, podemos observar que o único período de retornos negativos do IMA-B foi justamente para investimentos entre o final de 2012 e o início de 2013. Não estaríamos correndo o mesmo risco hoje?

Em nossa avaliação, não. Por dois motivos:

1) Em 2013, o então presidente do Fed, Ben Bernanke, anunciou o fim da política de Quantitative Easing, iniciando um processo errático de aperto monetário. Hoje, estamos em um ciclo inverso: o Fed está afrouxando a política monetária, através da redução das taxas básicas de juros;

2) Em 2012, apesar da inflação estar sempre rondando o topo da meta, o BC vinha praticando uma política monetária frouxa, levando a Selic para o recorde mínimo de 7,25% no final do ano, que fechou com o IPCA próximo de 6%. Hoje, temos o cenário inverso: uma atividade econômica muito fraca, com a inflação rodando sistematicamente abaixo da meta.

Assim, nos parece improvável que ocorra algo semelhante ao que aconteceu em 2013. Pelo contrário: o movimento de redução dos juros pelo Fed e pelo BC local indicam espaço adicional para quedas das taxas de juros de títulos mais longos. Obviamente, as taxas de juros podem subir por conta de eventos que aumentem a aversão a risco, e que são muito difíceis de prever. Mas, do ponto de vista fundamentalista, ainda vemos espaço para ganhos adicionais do IMA-B.

Neste momento em que a taxa Selic atinge mínimas históricas, assumir mais risco torna-se uma necessidade para investidores que pretendem manter níveis de retorno compatíveis com suas necessidades. Há várias alternativas para este aumento do risco. Alongar a carteira de renda fixa pode ser uma delas.

O conteúdo deste material técnico não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A gestão da estratégia é realizada de forma independente, sem qualquer interferência, direta ou indireta, da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Limitada. Por este motivo, as características da estratégia, inclusive as apresentadas neste material, poderão ser alteradas a qualquer momento sem aviso aos cotistas do fundo local.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1455, 15º andar, cnj. 152, São Paulo - SP - 04543-011.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O REGULAMENTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários - CVM - Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2019. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.

