



MARCELO GUTERMAN, CFA
Especialista de Investimentos

Política de Investimentos 2016: Pensando Fora da Caixa

Sumário

- Este artigo tem como objetivo fornecer informações que auxiliem as EFPCs no desenho de suas políticas de investimentos para 2016, em um ambiente macroeconômico cada vez mais desafiador.
- Não há aqui a pretensão de dar respostas definitivas. Apenas procuramos aprofundar as discussões a respeito da última tendência em termos de investimento de longo prazo, os investimentos no exterior, de forma a agregar subsídios para decisões mais informadas e eficazes.

Bater a meta atuarial passou a ser um desafio para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs). Observe a tabela do Quadro 1 a seguir:

Quadro 1
Performances Anuais dos Principais Benchmarks Nacionais

Período	IMA-S	IMA-G	IMA-B	IRF-M	IBrX	INPC	INPC+4%
2011	11,63%	13,65%	15,11%	14,45%	-11,39%	6,08%	10,08%
2012	8,50%	17,73%	26,68%	14,30%	11,55%	6,20%	10,20%
2013	8,20%	-1,42%	-10,02%	2,61%	-3,13%	5,56%	9,56%
2014	10,82%	12,36%	14,54%	11,40%	-2,78%	6,23%	10,23%
2015*	9,58%	5,40%	3,49%	4,59%	-8,66%	8,24%	12,24%
Acumulado	59,14%	56,21%	55,53%	56,39%	-14,97%	36,74%	64,43%

* Até setembro

Em verde e vermelho estão, respectivamente, as performances acima e abaixo de INPC + 4% em cada período.
Fonte: ANBIMA, BM&F Bovespa. Dados de 30 set 15

Podemos notar que nenhuma classe de ativo conseguiu bater a meta atuarial nesse período de quase 5 anos - mesmo uma modesta, como INPC+4% ao ano. Se nenhuma conseguiu bater individualmente, obviamente qualquer combinação também não terá conseguido.

Claro que não estamos considerando fundos e ativos alternativos, eventualmente com retornos bem superiores no período. Porém, estes fundos e ativos alternativos normalmente são vistos como complementares à estratégia principal e, por isso, geralmente representam pouco do portfólio total das entidades. Também não consideramos a possibilidade da contabilização de NTN-B na curva, que por si só pode ter sido suficiente para bater a meta atuarial, dependendo do nível do cupom na altura em que foram adquiridos para a carteira. Mas, de qualquer forma, este deve ser um quadro bastante aproximado do que aconteceu com as EFPCs nos últimos 5 anos.

Agora, é chegada a hora de novamente fazer o exercício de revisão da política de investimento. Obviamente, este exercício não deve somente visar a meta atuarial do ano seguinte. Sendo investidores com passivos de longo prazo, as EFPCs devem, via de regra, definir suas políticas de investimento com base neste horizonte de tempo. No entanto, seria fechar os olhos à realidade ignorar a existência da pressão dos participantes por bons resultados no curto prazo. Assim, ainda que o correto fosse olhar preponderantemente o longo prazo, os incentivos muitas vezes levam as entidades a focarem não muito além do ano-calendário seguinte.

Este artigo não tem a pretensão de dar a resposta definitiva, ou mesmo sugerir a “bala de prata” que resolverá todos os problemas das fundações. Vamos aqui apenas procurar aprofundar nas discussões a respeito da última tendência em termos de investimento de longo prazo: os investimentos no exterior.

Investimentos no Exterior: Mais uma Moda, ou uma Verdadeira Tendência de Longo Prazo?

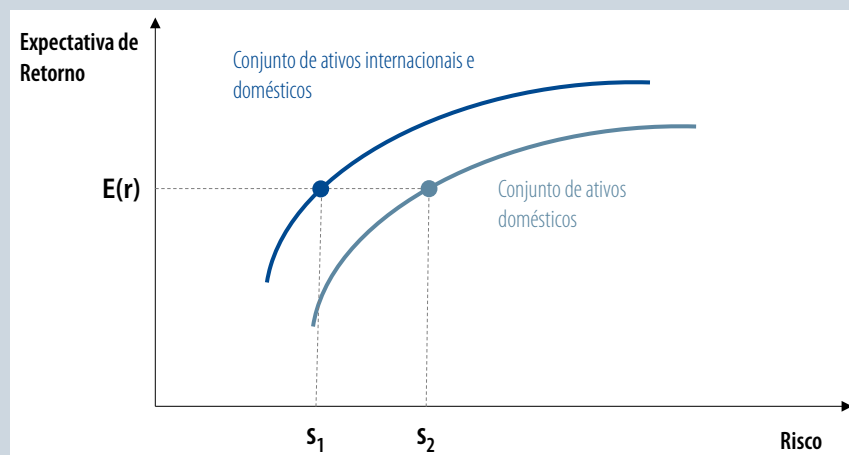
Nos últimos anos, com a crescente dificuldade em bater a meta atuarial, as EFPCs buscaram alternativas que pudessem compensar o fraco desempenho dos chamados “ativos tradicionais”. Dentre estas alternativas, podemos listar:

- A substituição do IBrX por uma composição de índices, que supostamente trariam uma melhor relação risco/retorno;
- A substituição do beta pelo alfa, ou seja, a delegação da geração de retornos ao gestor, em mandatos de retorno absoluto;
- A adoção de investimentos “alternativos”, como Fundos Imobiliários e Fundos de Participações;
- A marcação na curva de NTN-B, também procurando melhorar a relação risco/retorno.

Nenhuma dessas alternativas realmente resolveu o problema em questão, o de bater a meta atuarial. Mas nenhuma delas de fato tinha este objetivo, ainda que várias delas tenham decepcionado quem delas esperava o que não podiam entregar. Todas estas alternativas procuravam melhorar a relação risco/retorno, seja pela diversificação, seja pela diminuição da volatilidade.

Os investimentos no exterior têm esta mesma finalidade: melhorar a relação risco/retorno dos portfólios, através da diversificação. De maneira esquemática, com base na teoria de fronteira eficiente, podemos representar os benefícios desta diversificação no gráfico do Quadro 2 a seguir:

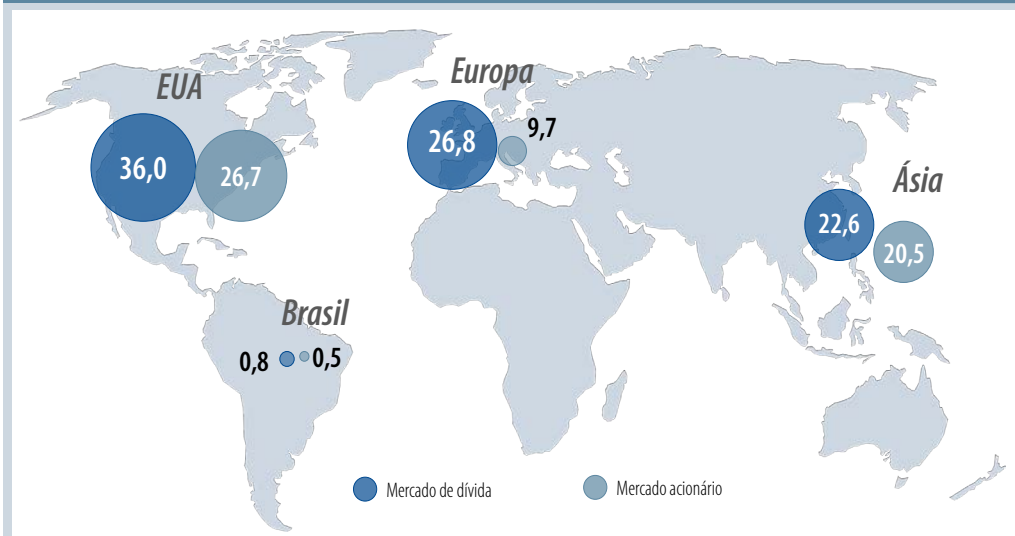
Quadro 2
Impacto de Ativos Internacionais na Relação Risco/Retorno de um Portfólio



Este gráfico mostra a clássica fronteira eficiente em um gráfico de risco x retorno. O que ocorre é que, ao se adicionar ativos globais aos domésticos, a fronteira eficiente desloca-se para a esquerda, proporcionando uma diminuição do risco (σ^2 para σ_1) para a mesma expectativa de retorno. Isto acontece porque o mercado financeiro global é mais completo, além de oferecer ativos com correlação baixa em relação aos ativos locais.

Grosso modo, o mercado financeiro brasileiro é formado pela dívida pública (R\$ 2,7 trilhões), dívida privada securitizada (R\$ 0,3 trilhão) e bolsa (R\$ 2,1 trilhões). Ou seja, R\$ 5,1 trilhões, ou aproximadamente US\$ 1,3 trilhão. O mercado financeiro global tem outra ordem de grandeza. No mapa do Quadro 3 abaixo, podemos observar o tamanho relativo dos mercados nos EUA, Europa e Ásia, em trilhões de dólares. Literalmente, um mundo se abre para os investimentos das entidades.

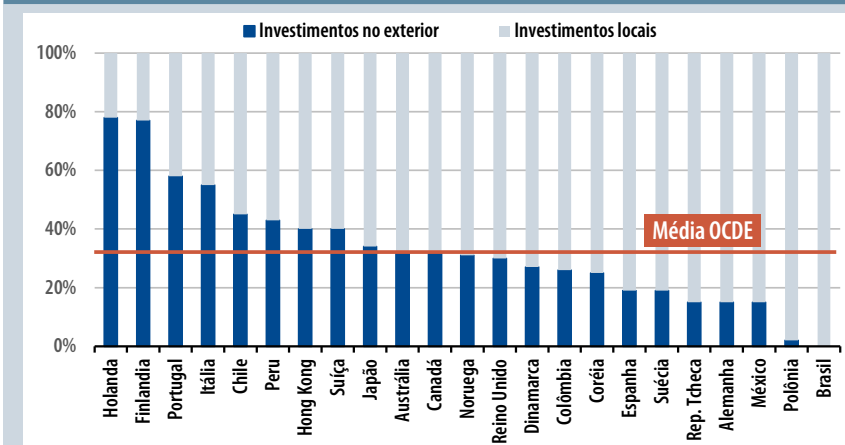
Quadro 3
Mercados Financeiros no Brasil e no Mundo (em US\$ Bilhões)



Fonte: Bank of International Settlements. Dados de 31 out 15

O mercado institucional brasileiro está extremamente atrasado em relação aos seus pares globais quando o assunto é diversificação internacional. A própria Res. 3.792 limita a alocação no segmento a modestos 10%. No Quadro 4, podemos observar o montante dos ativos de fundos de pensão aplicados no exterior em diversos países.

Quadro 4
Proporção de Investimentos no Exterior - 2014



Fonte: PricewaterhouseCoopers. Dados de 31 dez 14

Considerando-se um total de investimentos das EFPCs de aproximadamente R\$700 bilhões (dados de junho/2015), e uma exposição ao exterior da ordem de modestos 15% (nível, por exemplo, do México, e metade da média dos países da OCDE), os investimentos no exterior poderiam somar algo como R\$100 bilhões. Portanto, longe de ser uma moda, os investimentos no exterior vieram para ficar.

Investimento no exterior: Onde Investir?

Uma vez decidido a investir no exterior, a questão que se coloca é: onde investir? Em um mundo onde a quantidade de opções é gigantesca, não se trata de uma escolha trivial. Basicamente, temos duas dimensões de escolha: geográfica e classe de ativos.

Na dimensão geográfica, a escolha vai desde países específicos até fundos globalmente diversificados, passando por estratégias dedicadas a determinadas regiões.

Na dimensão das classes de ativos, temos basicamente renda fixa e renda variável. Na renda fixa, existem desde fundos soberanos, passando por estratégias de *investment grade*, *high yield*, *asset backed securities* até estratégias sem nenhum benchmark. Na renda variável, normalmente as estratégias dividem-se em *growth* e *value*, *small* e *large caps*.

Esta divisão é bastante simplista, e não esgota de maneira alguma todas as opções disponíveis. Como fazer para escolher?

Vamos, primeiramente, falar da dimensão geográfica. Para investidores que estão dando os primeiros passos neste mercado, parece mais razoável raciocinar do mais amplo para o mais específico. Apostas em países ou regiões carregam o risco específico desta escolha. Fundos globais, que podem investir em qualquer parte do mundo, ou alocações distribuídas em diferentes fundos que façam estratégias regionais específicas diminuem o risco específico e ampliam as vantagens da diversificação.

Entre renda fixa e renda variável, uma análise superficial indicaria que a escolha mais natural para o investidor brasileiro tenderia a ser a renda variável. Afinal, temos hoje um mundo onde a taxa de juros está próxima de zero, em contraste com a maior taxa de juros reais do mundo, praticada no Brasil. Além disso, às vésperas do aumento das taxas básicas nos EUA, não parece ser uma boa ideia estar em taxas de juros neste momento.

Esta visão da renda fixa, no entanto, é equivocada de duas maneiras. A primeira refere-se ao nível das taxas de juros: hoje, as taxas básicas de juros estão em zero, mas títulos mais longos e com risco de crédito pagam taxas maiores. O segundo equívoco é um pouco mais sutil: as curvas futuras de juros já embutem alguma elevação das taxas básicas de juros no futuro, de modo que as perdas ocorrerão somente se a elevação das taxas for superior ao já esperado pelos mercados. Além disso, as chamadas estratégias "unconstrained" - ou seja, sem benchmark - podem aproveitar-se destes movimentos assumindo, no limite, duration negativa.

Uma forma interessante de avaliar os melhores mercados onde investir se dá através do estudo da correlação entre a atual carteira da entidade e o investimento no exterior. Nas duas tabelas do Quadro 5 a seguir, podemos observar as correlações do IBrX e do IMA-B com os principais mercados de ações globais e o Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index (US AGG), principal índice de renda fixa do mercado norte-americano e que engloba tanto as treasuries de vários prazos como títulos privados dos mais diferentes tipos. Trata-se do comportamento do universo de investimentos de renda fixa nos EUA.

Quadro 5
Correlação entre os Principais Benchmarks Locais e Internacionais

	Correlações com o IBrX - Hedgeado									
	S&P	NIKKEY	DAX	FTSE	H SENG	KOSPI	CAC	SENSEX	MSCI	US AGG
15 anos	0,66	0,47	0,57	0,65	0,69	0,62	0,61	0,60	0,73	0,03
10 anos	0,68	0,54	0,58	0,66	0,74	0,70	0,61	0,67	0,74	0,10
5 anos	0,60	0,32	0,39	0,53	0,64	0,56	0,47	0,48	0,64	-0,07

	Correlações com o IMA-B - Hedgeado									
	S&P	NIKKEY	DAX	FTSE	H SENG	KOSPI	CAC	SENSEX	MSCI	US AGG
10 anos	0,23	0,20	0,18	0,33	0,35	0,24	0,22	0,35	0,35	0,39
5 anos	0,17	-0,05	0,04	0,27	0,31	0,07	0,12	0,21	0,21	0,45

Correlações calculadas com dados mensais, considerando os retornos das bolsas com hedge, ou seja, sem a influência da variação cambial. Fonte: Western Asset. Dados de 31 out 15.

Quanto menor a correlação, melhor a diversificação. Podemos observar, na primeira tabela, que a correlação do US AGG com o IBrX é bem menor do que de qualquer outra bolsa com o índice brasileiro. Ou seja, para aqueles que estão à procura de diversificação em relação à bolsa local, a renda fixa global é uma melhor alternativa.

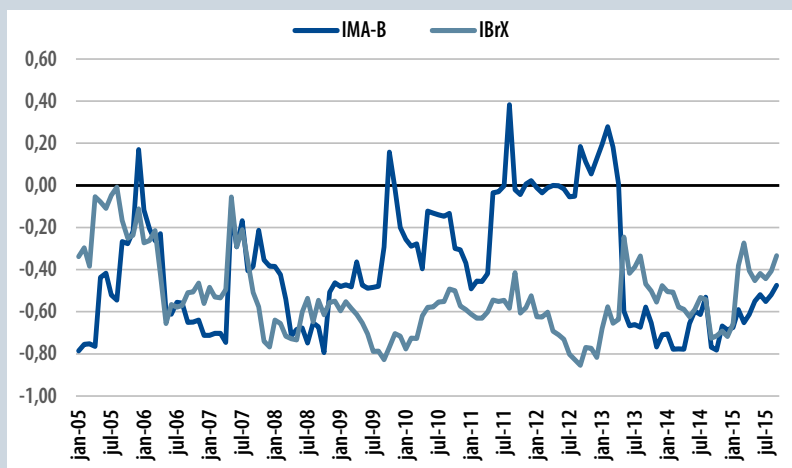
A segunda tabela mostra as correlações em relação ao IMA-B. Apesar do US AGG, por ser renda fixa, apresentar correlação um pouco maior que as bolsas globais em relação ao IMA-B, ainda assim a correlação é suficientemente baixa para que ocorra o efeito diversificação. Ou seja, para os investidores que procuram diversificação em relação ao IMA-B, a renda fixa global é também uma alternativa a se considerar.

Com Hedge ou sem Hedge?

Outra questão que se coloca para o investidor que quer começar a investir no exterior é se vale a pena correr o risco cambial, ou se é melhor fazer o *hedge* para a moeda brasileira. Como tudo o que se refere a investimentos, só se sabe a resposta certa após fazer o investimento, não antes. De qualquer forma, podemos fazer algumas considerações.

A primeira refere-se à correlação entre o câmbio e outros ativos locais. No Quadro 6 a seguir, mostramos a correlação entre a variação cambial e os retornos do IMA-B (como proxy da renda fixa) e do IBrX.

Quadro 6
Correlações com a PTAX (Janela Móvel de 12 Meses)



Fonte: Western Asset. Dados de 30 set 15

Observe como as correlações são muito baixas, inclusive passando grande parte do tempo no terreno negativo. Isso significa que investir em ativos cambiais tem um grande poder de diversificação.

Mas este é só um lado da moeda. O outro lado é a rentabilidade. Atualmente, um ativo cambial com *hedge* rende, depois de computados os custos com o *hedge*, cerca de 85% do CDI, além da rentabilidade do ativo cambial em dólares. Considerando-se o atual nível do câmbio, seria necessário que o real se desvalorizasse acima de 85% do CDI para que a não efetuação do *hedge* começasse a valer a pena. Considerando um câmbio atual de R\$3,90, o dólar precisaria chegar a R\$4,37 daqui a 12 meses. Esta é a questão para a qual não há resposta.

Por outro lado, uma EFPC tem passivos em reais. Por mais que investimentos cambiais auxiliem na diversificação e ofereçam retornos muito positivos de tempos em tempos, tratam-se de investimentos completamente descorrelacionados com os passivos das EFPC. Por isso, posições táticas até podem ser justificadas, mas é preciso cuidado ao adotar exposição estratégica de longo prazo em ativos cambiais.

Concluindo

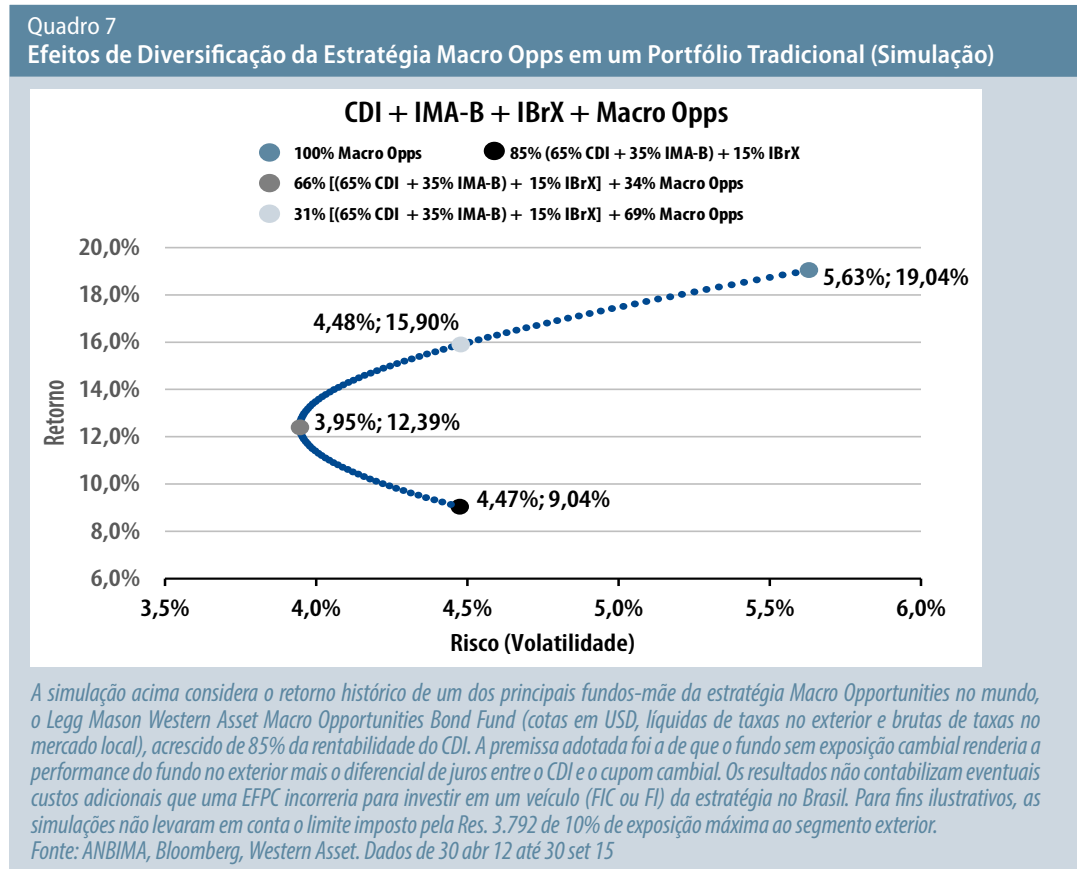
Por mais que investimentos no exterior aparentem ser complexos, é mais do que hora de as EFPC brasileiras começarem a considerar seriamente mais esta alternativa de investimentos. A diversificação é a palavra-chave nesta decisão. Os participantes dos planos de benefícios têm, durante a sua vida laborativa, os seus rendimentos em grande parte determinados pelo cenário doméstico. A diversificação internacional de sua poupança previdenciária é uma forma de proteger os rendimentos futuros dos participantes daqueles fatores que afetam os seus rendimentos presentes. Não por outro motivo, a diversificação internacional é uma prática comum entre as entidades sediadas nos principais países do mundo.

Macro Opportunities:

Mais uma opção em investimentos no exterior da Western Asset, agora em renda fixa e com *hedge*

Mais acima, falamos de investimentos unconstrained em Renda Fixa, ou seja, sem referência a um benchmark. É justamente isto o que a Western Asset está trazendo ao Brasil com a estratégia Macro Opportunities. Trata-se de uma estratégia que procura aliar o expertise da Western Asset no investimento em crédito global com alocações táticas nos diversos mercados globais, procurando tirar proveito de oportunidades de curto prazo em juros e moedas.

Uma simples simulação mostra o poder de diversificação do Macro Opportunities, conforme podemos ver no gráfico do Quadro 7:



Observe como a simples composição (ponto lilás) do Macro Opportunities com o IMA-B e o IBrX (66% de uma carteira formada por (65% CDI + 35% IMA-B + 15% IBrX) e 34% do Macro Opportunities) teria proporcionado no período do cálculo (abril-12 a setembro-15) uma redução da volatilidade total da carteira com melhora da rentabilidade em relação a uma carteira formada puramente pelos ativos locais (ponto vermelho).

Para investir na estratégia Macro Opportunities através dos nossos fundos, contate o seu gerente de relacionamento na Western Asset.

Fontes:

Informe estatístico ABRAPP: <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/informe-estatistico/informes-de-2015>

BMF&Bovespa: <http://www.bmfbovespa.com.br/capitalizacao-bursatil/ResumoBursatilHistorico.aspx?idioma=pt-br>

Tesouro Nacional: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/a-divida-em-grandes-numeros>

Monitor de Debêntures Corretora Bradesco

Beyond their Borders: Evolution of foreign investment by pension fund: <http://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-am-beyond-their-borders.pdf>

Bank of Investment Settlements (BIS): <https://www.bis.org/statistics/c1.pdf>

World Federation of Exchanges: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>

Este material de divulgação possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material de divulgação 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. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. A Western Asset Management Company DTVM Limitada acredita que as informações apresentadas neste material de divulgação são confiáveis, mas não garante sua exatidão.

AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. ESTE MATERIAL DE DIVULGAÇÃO NÃO CONSTITUI OFERTA OU DISTRIBUIÇÃO DO LEGG MASON WESTERN ASSET MACRO OPPORTUNITIES BOND FUND DOMICILIADO EM DUBLIN ("ESTRATÉGIA"). A GESTÃO DA ESTRATÉGIA É REALIZADA DE FORMA INDEPENDENTE, SEM QUALQUER INTERFERÊNCIA, DIRETA OU INDIRETA, DA WESTERN ASSET MANAGEMENT COMPANY DTVM LTDA POR ESTE MOTIVO, AS CARACTERÍSTICAS DA ESTRATÉGIA, INCLUSIVE AS APRESENTADAS NESTE MATERIAL DE DIVULGAÇÃO, PODERÃO SER ALTERADAS A QUALQUER MOMENTO SEM AVISO AOS COTISTAS DO FUNDO LOCAL.

O FUNDO INVESTE NA REFERIDA ESTRATÉGIA E ESTÁ SUJEITO: (I) AOS CUSTOS RELATIVOS AO INVESTIMENTO NO EXTERIOR E AOS CUSTOS DO FUNDO INVESTIDO NO BRASIL; (II) À VARIAÇÃO CAMBIAL; (III) AOS ENCARGOS PREVISTOS NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA, DENTRE OUTROS FATORES DE RISCO DESCRITOS NO REGULAMENTO, DE TAL FORMA QUE NÃO HÁ GARANTIA DE QUE O FUNDO TERÁ O MESMO RESULTADO OBTIDO PELA ESTRATÉGIA. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS.

WESTERN ASSET MACRO OPPORTUNITIES FIM INVESTIMENTO NO EXTERIOR TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA É LÍQUIDA DE TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E DE PERFORMANCE, SE APLICÁVEL, MAS NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. 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.

AS ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO DO FUNDO PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PARA OS COTISTAS. Leia o formulário de informações complementares e o regulamento antes de investir, os quais encontram-se disponíveis em <http://www.westernasset.com.br/pt/products/>.

CLASSE DE ATIVOS: Multimercado; categoria: investimento no exterior; subcategoria: investimento no exterior. Tipo ANBIMA: Investimento no Exterior: fundos que objetivem investir em ativos financeiros no exterior em parcela superior ou igual a 40% do patrimônio líquido. Estes fundos seguem o disposto no art. 101 da ICVM 555. Admitem alavancagem.

O gráfico do Quadro 7 não se propõe a ser interpretado como fronteira eficiente, uma vez que foi construído com base em simulação de carteira teórica, utilizando-se dados mensais históricos desde abril de 2012, data em que se iniciou a estratégia no exterior.

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários – CVM; Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.westernasset.com.br.

Ouidoria Western Asset: 1) telefone (11) 3478-5088, de segunda a sexta, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website: www.westernasset.com.br; 3) e-mail ouvidoria@westernasset.com; ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, nº 1.455, 15º andar, conj. 152, São Paulo – SP, CEP 04543-011.