

# **RINV 06 RELATÓRIO DE INVESTIMENTO**

Junho  
2017

Relatório de Investimento (RINV 06/2017) que reúne informações sobre resultados dos investimentos, estratégia adotada, indicadores e comportamento dos mercados financeiros.

**RELATÓRIO INVESTIMENTOS – JUNHO DE 2017**

**1. Resultados dos Investimentos**

**1.1 Saldos Financeiros (segregados por planos)**

em R\$ mil

	PB							Exterior
	CC	FI DI/RF	FI IRF-M1	FI IRF-M1+	FI IMA-B5	FI IDkA IPCA 2A	FIA Ibovespa	
31/dez/13	2,36	21,33	-	-	-	-	-	-
31/dez/14	32,74	11,36	2.947,99	-	2.527,74	-	-	-
31/dez/15	-	13.004,96	2.261,63	21,18	22,31	-	-	416,44
31/dez/16	0,00	35.215,43	347,64	27,44	280,67	2.457,02	767,75	714,01
31/jan/17	-	36.521,75	352,03	6.271,82	283,86	2.483,16	822,78	1.139,91
28/fev/17	-	33.119,96	355,51	6.422,23	376,27	8.547,30	848,21	1.179,40
31/mar/17	-	37.538,10	359,44	6.519,87	381,46	8.668,61	826,10	1.187,15
30/abr/17	-	57.615,49	362,53	524,87	384,13	8.736,82	831,65	1.220,41
31/mai/17	-	79.390,43	365,76	525,36	384,48	740,18	797,71	3.999,92
30/jun/17	-	67.594,76	368,93	533,18	386,44	744,80	799,12	4.108,34

Fonte: Custodiante Qualificado (Banco do Brasil)

em R\$ mil

	PB						Subtotal PB
	LTN	NTN-B	NTN-F	BND35	NTN-B MTC	LF IPCA	
31/dez/13	-	-	-	-	-	-	<b>23,69</b>
31/dez/14	-	-	-	-	-	-	<b>5.519,83</b>
31/dez/15	2.690,01	8.448,09	-	-	-	2.449,55	<b>29.314,17</b>
31/dez/16	-	20.898,18	1.187,07	3.069,70	-	11.729,00	<b>76.693,89</b>
31/jan/17	-	21.125,13	1.169,50	-	-	11.833,82	<b>82.003,76</b>
28/fev/17	-	21.273,03	3.725,84	-	-	11.927,51	<b>87.775,26</b>
31/mar/17	-	21.493,99	3.802,33	-	-	12.045,34	<b>92.822,38</b>
30/abr/17	-	15.327,13	-	-	1.336,17	12.129,89	<b>98.469,08</b>
31/mai/17	-	3.085,00	-	-	2.085,99	12.226,84	<b>103.601,67</b>
30/jun/17	-	19.509,19	-	-	3.463,03	12.318,16	<b>109.825,95</b>

Fonte: Custodiante Qualificado (Banco do Brasil)

em R\$ mil

	PGA				Subtotal	TOTAL (PB + PGA)
	CC	FI DI/RF	FI IRF-M1	FI IMA-B5		
31/dez/13	-	26.103,99	-	-	<b>26.103,99</b>	<b>26.127,68</b>
31/dez/14	-	3.721,69	19.530,97	-	<b>23.252,66</b>	<b>28.772,48</b>
31/dez/15	-	16.242,07	20,45	2.883,88	<b>19.146,40</b>	<b>48.460,57</b>
31/dez/16	-	13.847,66	3,36	2.423,75	<b>16.274,76</b>	<b>92.968,66</b>
31/jan/17	9,28	12.919,13	2,55	3.217,44	<b>16.148,40</b>	<b>98.152,16</b>
28/fev/17	-	12.297,97	2,57	3.265,00	<b>15.565,54</b>	<b>103.340,80</b>
31/mar/17	-	12.445,58	2,60	3.109,23	<b>15.557,41</b>	<b>108.379,80</b>
30/abr/17	-	12.214,21	2,62	3.088,89	<b>15.305,72</b>	<b>113.774,80</b>
31/mai/17	-	12.183,73	2,65	3.026,01	<b>15.212,39</b>	<b>118.814,06</b>
30/jun/17	-	11.853,40	2,67	2.966,27	<b>14.822,34</b>	<b>124.648,29</b>

Fonte: Custodiante Qualificado (Banco do Brasil)

## 1.2 Rentabilidade

### 1.2.1 Rentabilidade Nominal

	PB			PGA		
	Bruta	Custo *	Líquida	Bruta	Custo *	Líquida
Jan/17	1,124%	0,018%	<b>1,106%</b>	1,092%	0,024%	<b>1,067%</b>
Fev/17	1,214%	0,020%	<b>1,194%</b>	1,010%	0,017%	<b>0,993%</b>
Mar/17	1,115%	0,019%	<b>1,097%</b>	1,147%	0,022%	<b>1,125%</b>
Abr/17	0,771%	0,044%	<b>0,727%</b>	0,786%	0,018%	<b>0,769%</b>
Mai/17	0,695%	0,021%	<b>0,673%</b>	0,776%	0,020%	<b>0,756%</b>
jun/17	0,909%	0,047%	<b>0,863%</b>	0,778%	0,019%	<b>0,759%</b>
<b>2017</b>	<b>5,972%</b>	<b>0,178%</b>	<b>5,794%</b>	<b>5,720%</b>	<b>0,126%</b>	<b>5,594%</b>

Fonte: Funpresp-Jud

\* Custo dos investimentos: se refere às taxas de administração cobradas pelos gestores de recursos, além de despesas diretamente ligadas ao Custodiante Qualificado (remuneração, manutenção de contas – CETIP e SELIC), às operações com títulos públicos para a Carteira Própria, entre outros.

	PB				PGA	
	Renda Fixa	Renda Variável	Exterior	Total	Renda Fixa	Total
Jan/17	1,093%	7,168%	-2,714%	<b>1,106%</b>	1,067%	<b>1,067%</b>
Fev/17	1,142%	3,091%	3,857%	<b>1,194%</b>	0,993%	<b>0,993%</b>
Mar/17	1,141%	-2,607%	0,657%	<b>1,097%</b>	1,125%	<b>1,125%</b>
Abr/17	0,702%	0,673%	2,802%	<b>0,727%</b>	0,769%	<b>0,769%</b>
Mai/17	0,723%	-4,082%	3,212%	<b>0,673%</b>	0,756%	<b>0,756%</b>
Jun/17	0,793%	0,178%	2,710%	<b>0,863%</b>	0,759%	<b>0,759%</b>
<b>2017</b>	<b>5,724%</b>	<b>4,087%</b>	<b>10,834%</b>	<b>5,794%</b>	<b>5,594%</b>	<b>5,594%</b>

Fonte: Funpresp-Jud

	PB		PGA	
	% CDI	% Bmk	% CDI	% Bmk
Jan/17	101,98%	146,66%	98,40%	99,28%
Fev/17	138,02%	189,11%	114,87%	102,11%
Mar/17	104,39%	171,01%	107,06%	102,53%
Abr/17	92,61%	174,89%	97,88%	102,09%
Mai/17	72,83%	99,06%	81,74%	101,63%
Jun/17	106,76%	912,99%	93,92%	103,60%
<b>2017</b>	<b>102,56%</b>	<b>175,94%</b>	<b>99,10%</b>	<b>101,76%</b>

Fonte: Funpresp-Jud

	CDI	Bmk PB	Bmk PGA
Jan/17	1,08%	<b>0,75%</b>	<b>1,07%</b>
Fev/17	0,86%	<b>0,63%</b>	<b>0,97%</b>
Mar/17	1,05%	<b>0,64%</b>	<b>1,10%</b>
Abr/17	0,79%	<b>0,42%</b>	<b>0,75%</b>
Mai/17	0,93%	<b>0,68%</b>	<b>0,74%</b>
Jun/17	0,81%	<b>0,09%</b>	<b>0,73%</b>
<b>2017</b>	<b>5,65%</b>	<b>3,25%</b>	<b>5,49%</b>

Fonte: CETIP, Funpresp-Jud

**Observações:**

- a) Bmk PB: índice de referência (*benchmark*) do Plano de Benefícios = IPCA + 4,50% ao ano  
b) Bmk PGA: índice de referência (*benchmark*) do Plano de Gestão Administrativa = 80% CDI + 20% IMA-B5  
c) As rentabilidades dos índices de referência já estão deduzidas dos custos de investimentos

	RENDA FIXA					RENDA VARIÁVEL			EXTERIOR
	IRF-M1	IRF-M1+	IMA-B5	IMA-B5+	IDKa IPCA 2A	IBrX-50	IDIV	IBOV	BDRX
Jan/17	1,29%	2,66%	1,16%	2,24%	1,09%	7,12%	8,58%	7,38%	-2,72%
Fev/17	1,01%	2,37%	1,49%	5,06%	1,35%	2,84%	7,00%	3,08%	3,37%
Mar/17	1,12%	1,63%	1,39%	0,88%	1,62%	-2,16%	-1,85%	-2,52%	0,55%
Abr/17	0,87%	0,41%	0,71%	-0,82%	0,92%	0,60%	0,92%	0,64%	2,77%
Mai/17	0,91%	0,09%	0,08%	-1,78%	0,45%	-3,99%	-5,70%	-4,12%	3,06%
Jun/17	0,89%	1,51%	0,52%	0,06%	0,79%	0,50%	-1,22%	0,30%	3,86%
<b>2017</b>	<b>6,25%</b>	<b>8,97%</b>	<b>5,47%</b>	<b>5,50%</b>	<b>6,38%</b>	<b>4,61%</b>	<b>7,20%</b>	<b>4,44%</b>	<b>11,23%</b>

Fonte: Anbima, BM&FBovespa

### 1.2.2 Rentabilidade Real

	PB	PGA	CDI	Bmk PB	Bmk PGA
Jan/17	0,72%	0,68%	0,70%	0,37%	0,69%
Fev/17	0,86%	0,66%	0,53%	0,30%	0,64%
Mar/17	0,84%	0,87%	0,80%	0,39%	0,84%
Abr/17	0,59%	0,63%	0,64%	0,27%	0,61%
Mai/17	0,36%	0,44%	0,61%	0,37%	0,43%
Jun/17	1,10%	0,99%	1,04%	0,32%	0,96%
<b>2017</b>	<b>4,56%</b>	<b>4,36%</b>	<b>4,41%</b>	<b>2,04%</b>	<b>4,26%</b>

Fonte: Funpresp-Jud

**Observações:**

- a) Bmk PB: índice de referência (*benchmark*) do Plano de Benefícios = IPCA + 4,50% ao ano  
b) Bmk PGA: índice de referência (*benchmark*) do Plano de Gestão Administrativa = 80% CDI + 20% IMA-B5  
c) As rentabilidades dos índices de referência já estão deduzidas dos custos de investimentos

	RENDA FIXA					RENDA VARIÁVEL			EXTERIOR
	IRF-M1	IRF-M1+	IMA-B5	IMA-B5+	IDkA IPCA 2A	IbRX-50	IDIV	IBOV	BDRX
Jan/17	0,91%	2,27%	0,77%	1,85%	0,70%	6,72%	8,17%	6,97%	-3,09%
Fev/17	0,68%	2,03%	1,16%	4,71%	1,02%	2,50%	6,65%	2,74%	3,03%
Mar/17	0,87%	1,38%	1,14%	0,62%	1,37%	-2,41%	-2,10%	-2,76%	0,30%
Abr/17	0,73%	0,27%	0,57%	-0,95%	0,78%	0,46%	0,78%	0,50%	2,63%
Mai/17	0,60%	-0,22%	-0,23%	-2,08%	0,14%	-4,29%	-5,99%	-4,41%	2,74%
Jun/17	1,12%	1,74%	0,76%	0,17%	1,03%	0,73%	-0,99%	0,53%	4,10%
<b>2017</b>	<b>5,00%</b>	<b>7,69%</b>	<b>4,24%</b>	<b>4,26%</b>	<b>5,14%</b>	<b>3,38%</b>	<b>5,95%</b>	<b>3,21%</b>	<b>9,93%</b>

Fonte: Funpresp-Jud

	IPCA
Jan/17	0,38%
Fev/17	0,33%
Mar/17	0,25%
Abr/17	0,14%
Mai/17	0,31%
Jun/17	-0,23%
<b>2017</b>	<b>1,18%</b>

Fonte: IBGE

## 1.3 Medidas de Risco de Mercado

### 1.3.1 Volatilidade Acumulada 12 Meses<sup>1</sup>

	PB	PGA	CDI	Bmk PB	Bmk PGA
Jan/17	0,65%	0,26%	0,21%	0,83%	0,26%
Fev/17	0,66%	0,27%	0,30%	0,66%	0,28%
Mar/17	0,66%	0,27%	0,29%	0,66%	0,28%
Abr/17	0,63%	0,41%	0,42%	0,70%	0,42%
Mai/17	0,71%	0,50%	0,43%	0,49%	0,51%
Jun/17	0,71%	0,56%	0,47%	0,73%	0,57%

Fonte: Funpresp-Jud

<sup>1</sup> **Volatilidade:** Representa o grau médio de variação dos retornos de um determinado investimento. Calculada a partir dos retornos mensais da carteira de investimentos nos últimos 12 meses. O limite autorizado pelo Conselho Deliberativo é de 2,56% (em termos anualizados).

	RENDA FIXA					RENDA VARIÁVEL			EXTERIOR
	IRF-M1	IRF-M1+	IMA-B5	IMA-B5+	IDKa IPCA 2A	IbRx-50	IDIV	IBOV	BDRX
Jan/17	0,35%	5,67%	1,36%	9,43%	1,58%	26,08%	30,99%	26,49%	18,80%
Fev/17	0,37%	5,67%	1,34%	9,80%	1,61%	26,05%	30,93%	26,45%	19,20%
Mar/17	0,34%	4,59%	1,34%	7,67%	1,45%	22,67%	27,20%	23,00%	18,71%
Abr/17	0,41%	3,46%	1,31%	7,16%	1,32%	22,05%	25,72%	22,29%	18,35%
Mai/17	0,45%	3,35%	1,61%	7,57%	1,39%	19,07%	22,36%	19,43%	17,55%
Jun/17	0,48%	3,10%	1,67%	7,57%	1,41%	18,62%	22,35%	19,01%	12,23%

Fonte: Funpresp-Jud

### 1.3.2 Divergência Não Planejada<sup>2</sup>

#### 1.3.2.1 Plano de Benefícios – PB

	Rentabilidade Nominal Líquida		DNP Mensal (PB - Bmk)	Desvio-Padrão Acm 12m DNP Mensal
	PB	Benchmark		
Jan/17	1,106%	0,753%	0,351%	0,24%
Fev/17	1,194%	0,630%	0,561%	0,21%
Mar/17	1,097%	0,640%	0,454%	0,17%
Abr/17	0,727%	0,415%	0,311%	0,17%
Mai/17	0,673%	0,680%	-0,006%	0,17%
Jun/17	0,863%	0,094%	0,768%	0,21%
<b>2017</b>	<b>5,79%</b>	<b>3,25%</b>	<b>2,46%</b>	-

Fonte: Funpresp-Jud

	Rentabilidade Nominal Líquida Acumulada em 36 Meses		DNP 36 Meses (PB - Bmk)
	PB	Benchmark	
Jan/17	42,953%	41,592%	0,961%
Fev/17	43,520%	41,377%	1,515%
Mar/17	43,976%	41,209%	1,959%
Abr/17	43,860%	40,648%	2,283%
Mai/17	43,413%	40,071%	2,386%
Jun/17	43,365%	38,828%	3,268%

Fonte: Funpresp-Jud

<sup>2</sup> Medida de controle da divergência entre o resultado efetivo de uma carteira e o valor projetado para essa mesma carteira. A Divergência Não Planejada (DNP) também é conhecida como *Tracking Error*.

1.3.2.2 Plano de Gestão Administrativa – PGA

	Rentabilidade Nominal Líquida		DNP Mensal (PGA - Bmk)	Desvio-Padrão Acm 12m DNP Mensal
	PGA	Benchmark		
Jan/17	1,067%	1,075%	-0,008%	0,01%
Fev/17	0,993%	0,972%	0,020%	0,01%
Mar/17	1,125%	1,097%	0,028%	0,01%
Abr/17	0,769%	0,753%	0,016%	0,01%
Mai/17	0,756%	0,744%	0,012%	0,01%
Jun/17	0,759%	0,732%	0,026%	0,01%
<b>2017</b>	<b>5,59%</b>	<b>5,49%</b>	<b>0,09%</b>	-

Fonte: Funpresp-Jud

	Rentabilidade Nominal Líquida Acumulada em 36 Meses		DNP 36 Meses (PB - Bmk)
	PGA	Benchmark	
Jan/17	43,480%	43,027%	0,317%
Fev/17	43,767%	43,296%	0,329%
Mar/17	44,274%	43,775%	0,347%
Abr/17	44,173%	43,686%	0,339%
Mai/17	44,021%	43,495%	0,366%
Jun/17	43,897%	43,311%	0,409%

Fonte: Funpresp-Jud

### 1.3.3 Valor em Risco (V@R)<sup>3</sup>, Teste de Estresse (Stress Testing)<sup>4</sup> e Volatilidade<sup>5</sup>

#### 1.3.3.1 Plano de Benefícios – PB

	V@R	Teste de Estresse	Volatilidade Anualizada	Carteira
Jan/17	0,63%	0,38%	0,72%	97,6% RF + 1,0% RV + 1,4% Exterior
Fev/17	0,51%	0,21%	0,93%	97,7% RF + 1,0% RV + 1,3% Exterior
Mar/17	0,55%	0,26%	0,86%	97,8% RF + 0,9% RV + 1,3% Exterior
Abr/17	0,77%	0,56%	0,56%	97,9% RF + 0,8% RV + 1,3% Exterior
Mai/17	0,77%	0,41%	0,62%	95,4% RF + 0,8% RV + 3,9% Exterior
Jun/17	0,64%	0,55%	0,88%	95,5% RF * + 0,7% RV + 3,7% Exterior

Fonte: Funpresp-Jud

\* Renda Fixa = 61,5% em CDI, 33,2% IPCA (20,9% em Títulos Públicos: NTN-B Ago/18, Mai/2019, Mai/2021, Ago/2022, 2026 MTC, 2035 MTC, 2045 MTC e 2055 MTC; 11,2% em Títulos Privados: Letras Financeiras do Bradesco Nov/17, Abr/18, Dez/18, Abr/19 e Jul/21 e do Banco Safra Mar/19; 1,0% em Fundos de Investimento IPCA IDkA 2A e IMA-B5), e 0,8% em Prefixados (Fundos de Investimento IRF-M1 e IRF-M1+)

Renda Variável = Fundo de Investimento Ibovespa

Investimentos no Exterior = BDR Nível I e Fundos de Investimento no Exterior MSCI World (JP Morgan e Schroder)

#### 1.3.3.2 Plano de Gestão Administrativa – PGA

	V@R	Teste de Estresse	Volatilidade Anualizada	Carteira
Jan/17	0,61%	0,56%	0,67%	80,1% CDI + 19,9% IMA-B5
Fev/17	0,63%	0,59%	0,65%	79,0% CDI + 21,0% IMA-B5
Mar/17	0,63%	0,59%	0,64%	80,0% CDI + 20,0% IMA-B5
Abr/17	0,65%	0,60%	0,64%	79,8% CDI + 20,2% IMA-B5
Mai/17	0,66%	0,60%	0,63%	80,1% CDI + 19,9% IMA-B5
Jun/17	0,68%	0,62%	0,62%	80,0% CDI + 20,0% IMA-B5

Fonte: Funpresp-Jud

<sup>3</sup> **V@R**: Máxima perda esperada em um horizonte de tempo definido, com determinado grau de confiança, sob condições normais de mercado. No caso da Fundação, os cálculos foram realizados com a utilização de um horizonte de tempo de 1 dia útil e de 1 mês e grau de confiança de 95%, em linha com a Política de Investimentos 2017. O resultado apresenta o menor retorno mensal esperado com grau de confiança de 95% a partir da carteira de investimentos verificada no último dia útil de cada período. O limite autorizado pelo Conselho Deliberativo é de -0,04%.

<sup>4</sup> **Teste de Estresse**: Técnica de simulação que permite avaliar o impacto de condições específicas sobre os ativos (e/ou passivos) de uma instituição. Um cenário mais adverso é criado a partir da perspectiva de eventos críticos e que se situam fora da normalidade previsível. Assim, pode-se calcular uma perda esperada para cenários extremos, algo que não é possível pelo V@R. O resultado apresenta o menor retorno mensal esperado em situações de estresse no mercado financeiro a partir da carteira de investimentos verificada no último dia útil de cada período.

<sup>5</sup> **Volatilidade**: Representa o grau médio de variação dos retornos de um determinado investimento. Calculada a partir dos retornos mensais da carteira de investimentos verificada no último dia útil de cada período (sendo esta carteira mantida constante para os períodos anteriores). O limite autorizado pelo Conselho Deliberativo é de 2,56% (em termos anualizados).



## **2. Estratégia Adotada**

### **2.1 Estratégia PB**

No cenário externo, destaque para a nova elevação da taxa básica de juros pelo Banco Central dos EUA (FED) em 25 pontos-base, algo amplamente esperado pelos agentes econômicos. Entretanto, por conta dos comentários pós-reunião, o mercado financeiro passou a considerar que deverá ocorrer somente mais uma alta de juros em 2017. Além disso, a Presidente do FED indicou que os debates acerca da redução do balanço patrimonial do Banco deverão ter início em breve e sua implementação poderá ocorrer ainda neste ano.

No mercado europeu, o Banco Central Europeu (BCE) manteve inalterada a taxa básica de juros, porém o BCE retirou a informação sobre a possibilidade de que a taxa básica de juros pudesse ser novamente reduzida.

Já o cenário doméstico mantém-se a crise política que abarcou o atual Presidente da República em meados de maio. Passado o julgamento da chapa Dilma-Temer no Tribunal Superior Eleitoral (TSE) e a não cassação da mesma, o novo imbróglio se dá pela denúncia oferecida pelo Procurador-Geral da República contra o Presidente Temer por crime de corrupção passiva. Entretanto, para que a denúncia seja analisada pelo Supremo Tribunal Federal (STF), a Câmara dos Deputados deverá dar autorização, algo que poderá ser analisada pelo plenário daquela casa em julho ou agosto.

Em relação à política monetária, o Relatório Trimestral de Inflação (RTI) divulgado pelo Banco Central não foi enfático em corroborar o entendimento pós-reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) de que o ritmo de corte dos juros básicos deverá se desacelerar para 75 pontos-base na reunião de julho, mantendo-se a possibilidade de nova queda de 100 pontos-base.

E em virtude da reancoragem das expectativas inflacionárias, o Conselho Monetário Nacional (CMN) reduziu a meta de inflação dos atuais 4,50% para 4,25% em 2019 e para 4,00% em 2020.

Apesar de toda a turbulência política, os preços dos ativos domésticos de renda fixa continuam a apresentar comportamento benigno em linha com o ocorrido desde o final de maio, principalmente nas partes curta e média da curva de juros, fortemente impactados pela expectativa de continuidade da redução da taxa básica de juros pelo Banco Central. Já a renda variável continua sem um direcionamento firme e a taxa de câmbio voltou a se depreciar no período, em linha com o aumento do risco-país.

Adicionalmente, mantém-se a visão de que a Reforma Trabalhista será aprovada, porém cada vez menos investidores acreditam na aprovação da Reforma da Previdência no curto prazo, mesmo que diluída.

Ainda, permanecem os argumentos para o retorno dos preços dos ativos, notadamente de renda fixa, para patamares próximos aos verificados na primeira quinzena de maio: i) o país se encontra em posição relativamente confortável em relação à vulnerabilidade das contas externas, com forte entrada de recursos que vem garantindo o financiamento do déficit externo; ii) elevadas reservas internacionais e reduzido saldo de *swaps* cambiais em mercado o que garante a

possibilidade de intervenção por parte do Banco Central no mercado cambial de maneira mais expressiva, caso haja necessidade; iii) a inflação encontra-se em queda e as expectativas bastante ancoradas; iv) o cenário externo encontra-se menos incerto e há farta liquidez monetária ao redor do mundo e com apetite ao risco.

Todos estes fatores listados ajudam a amenizar o impacto do terremoto político pelo qual atravessa o país e suas consequências sobre a economia. A instabilidade ainda deve perdurar por um bom tempo e, até o momento, não há solução clara à vista.

Entretanto, tendo em vista que a Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios encontrava-se bastante conservadora ao final de maio e havia possibilidade de se aproveitar as taxas de rendimento mais elevadas para ativos de renda fixa de curto e médio prazos, apesar da incerteza ainda elevada que poderá gerar turbulência nos resultados nos meses à frente, a Fundação reiniciou o processo de alongamento gradativo dos investimentos em renda fixa, conforme operações descritas na sequência.

Em virtude do exposto, ao longo do mês de junho foram efetuadas as seguintes operações:

- ✓ **12/junho/2017:** aquisição de Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B) com vencimentos em 15/5/2019 e 15/5/2021
  - O Diretor de Investimentos (DIRIN) sugeriu o início da recomposição gradual dos investimentos de risco do Plano de Benefícios (PB) por meio da aquisição de aproximadamente 10,0% da Carteira de Investimentos do PB (aproximadamente R\$ 10 milhões) em Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B) com vencimentos em 15/5/2019 (6% do PB) e 15/5/2021 (4% do PB) cujas as taxas de rendimento dos títulos em questão encontravam-se acima do *benchmark* da Funpresp-Jud, propiciando um *hedge* natural para o atingimento da meta da Fundação, na medida em que possuem o mesmo indexador, embora sejam sujeitas à Marcação a Mercado (MTM), o que impacta na evolução dos preços dos ativos ao longo do tempo;
  - Na avaliação do Diretor de Investimentos, apesar do cenário político incerto, havia possibilidade de os preços dos ativos domésticos voltarem a apresentar uma melhora gradual de preços ao longo do tempo. Nesse sentido, propôs a recomposição gradual dos investimentos de risco, a partir do alongamento dos prazos no segmento de Renda Fixa.
  - A proposta foi embasada principalmente no comportamento do mercado de juros durante o ano de 2017 antes e depois de 18/05 (dia posterior a divulgação da delação premiada dos controladores da JBS), comportamento este que revelou um clima bastante complacente por parte do mercado financeiro com o desajuste fiscal brasileiro, ao mesmo tempo em que expôs uma expectativa por taxas de juros mais baixas no país nos próximos meses e sua manutenção em nível reduzido por conta do ambiente recessivo que está instalado no país. Também colabora para esse quadro, a confortável situação do Balanço de Pagamentos e do nível das reservas internacionais do país. Por fim, a farta liquidez internacional, num ambiente de crescimento praticamente consolidado nas economias desenvolvidas, garante também um fluxo constante de investimentos estrangeiros de portfólio no Brasil;

- Vale mencionar também que, embora tenha ocorrido recentemente um agravamento da crise política, as projeções de inflação continuam sendo constantemente revisadas para baixo, o que poderia contribuir para manutenção do ciclo de queda da taxa básica de juros por um longo período;
- Já sob a perspectiva do Coordenador de Investimentos, o cenário de incerteza causado pela delação dos controladores da JBS enfraqueceu o governo e, por conseguinte, diminuiu significativamente as chances de aprovação da Reforma da Previdência em termos minimamente condizentes com a gravidade da situação fiscal do Brasil, o que deveria impactar o ritmo do atual ciclo de cortes na Taxa Selic. Conforme manifestações do próprio Banco Central do Brasil, a taxa de juros neutra do país (aquela que não provoca nem aceleração, nem desaceleração inflacionária) é menor no caso de aprovação da mencionada reforma e, portanto, o nível final do ciclo de corte da Taxa Selic deveria ser superior ao esperado por boa parte do mercado, se essa reforma de fato não for aprovada. Assim, o ritmo dos cortes também deveria desacelerar;
- Além disso, um provável aumento da taxa de câmbio, caso as condições econômicas se deterioresem, também exigiria taxas de juros mais altas por parte do Banco Central para combater a inflação decorrente do efeito da desvalorização do Real sobre o preço dos artigos importados. Como a deterioração da situação fiscal do país é inevitável, na opinião do Coordenador de Investimentos, caso a Previdência não seja reformada, considera que haveria, ainda em 2017, deterioração significativa do cenário econômico-financeiro brasileiro. Ainda, considera também que as eleições de 2018 devem trazer grande instabilidade aos mercados, com possíveis reflexos negativos na Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios da Fundação. Tudo isso posto, o Coordenador não advogou um alongamento significativo dos investimentos naquele momento, sob pena de comprometimento parcial dos resultados da Fundação no ano;
- Considerando tal cenário, a proposta do Coordenador de Investimentos foi realizar a compra apenas de NTN-B com vencimento em 15/05/2019, no montante equivalente a 10% da Carteira de Investimentos do PB. Tal posição se justificava pelo fato de que, mesmo na visão mais pessimista do Coordenador, houve inicialmente bastante exagero na reação do mercado à delação premiada dos controladores da JBS. Tal cenário foi rapidamente foi contornado, com as taxas alcançando níveis mais adequados, que voltaram a ficar em patamares atrativos mais recentemente a partir do comunicado da última reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), no qual o Banco Central sinalizou ao mercado maior parcimônia nos cortes de juros;
- Entretanto, a discussão ocorrida no âmbito do Comitê de Investimentos e Riscos (COINV) em reunião realizada em 2/jun, indicou que os membros estavam ainda mais conservadores em relação à conjuntura econômico-política do país, quando apresentaram uma contraproposta de se adquirir somente NTN-B 2018 no montante de 10% da Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios, decisão esta aprovada por unanimidade;
- Finalmente, o assunto foi levado à Diretoria Executiva em reunião ocorrida em 5/jun, onde os Diretores aprovaram, por unanimidade, a proposta inicial do Diretor de Investimentos (aquisição de NTN-B 2019 e 2021), entretanto deveria ser aguardado o início do julgamento da chapa Dilma-Temer pelo Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Caso não ocorresse alteração substancial do cenário político-econômico e dos preços dos ativos, a operação poderia seguir adiante;

- A DIRIN efetuou a compra de R\$ 6,1 milhões (5,9% do PB) da NTN-B 2019 à taxa de 5,00% ao ano e de 4,0 milhões (3,8% do PB) da NTN-B 2021 à taxa de 5,55% ao ano. Ambos os títulos foram adquiridos junto ao Banco Santander (com liquidação financeira junto ao Banco Bradesco) no dia 12/jun, com liquidação financeira em 13/jun.
- ✓ **27/junho/2017:** aquisição de Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B) com vencimento em 15/8/2022
  - O Diretor de Investimentos (DIRIN) sugeriu a continuidade da recomposição gradual dos investimentos de risco do Plano de Benefícios (PB) por meio da aquisição de aproximadamente 5,0% da Carteira de Investimentos do PB (aproximadamente R\$ 4,9 milhões) em Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B) com vencimento em 15/5/2021 ou 15/8/2022 cujas as taxas de rendimento dos títulos em questão encontravam-se acima do *benchmark* da Funpresp-Jud, propiciando um *hedge* natural para o atingimento da meta da Fundação, na medida em que possuem o mesmo indexador, embora sejam sujeitas à Marcação a Mercado (MTM), o que impacta na evolução dos preços dos ativos ao longo do tempo;
  - Na avaliação do Diretor de Investimentos, os argumentos apresentados para a aquisição de NTN-B 2019 e 2021 na primeira quinzena de junho se mantiveram e corroboraram tal proposta;
  - Entretanto, o Coordenador de Investimentos, por ter uma perspectiva mais pessimista do cenário econômico e político, sugeriu que a operação não fosse realizada, mantendo-se as alocações do Plano de Benefícios;
  - Na discussão ocorrida no âmbito do Comitê de Investimentos e Riscos (COINV) em reunião realizada em 22/jun, os membros concordaram unanimemente com o Coordenador de Investimentos, sugerindo que a operação não fosse levada adiante;
  - O assunto foi levado à Diretoria Executiva em reunião ocorrida em 26/jun, onde os Diretores aprovaram, por unanimidade, a proposta inicial do Diretor de Investimentos para a compra de 5% da Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios (PB), preferencialmente de NTN-B 2022 em leilão primário que seria realizado em 27/jun (no período da manhã) pelo Tesouro Nacional. Caso a proposta da Fundação não fosse contemplada, buscar-se-ia adquirir o volume autorizado de NTN-B 2021 ou 2022 no mercado secundário no período da tarde;
  - Posteriormente, o volume autorizado foi elevado para aproximadamente R\$ 6,2 milhões (aproximadamente 5,7% do PB), em reunião da Diretoria Executiva ocorrida em 27/jun, com vistas a ser possível a participação na oferta primária do Tesouro Nacional por meio do Bradesco sem custos para a Fundação;
  - A DIRIN efetuou a compra de R\$ 6,2 milhões (5,7% do PB) da NTN-B 2022 na oferta primária do Tesouro Nacional no dia 27/jun, com liquidação financeira em 28/jun, sendo que a taxa do título foi de 5,68% ao ano sendo que o Bradesco foi o agente financeiro da operação e não cobrou custos pela intermediação do negócio.

Adicionalmente, em continuidade à gestão específica do Fundo de Cobertura de Benefícios Extraordinários (FCBE), foi adquirido mais um lote de NTN-B, agora com vencimento em 2055, no montante de R\$ 639,7 mil, à taxa de rendimento de IPCA + 5,6199% ao ano. A aquisição ocorreu em leilão primário do Tesouro Nacional ocorrido em 13/jun com liquidação financeira em 14/jun. O

custo da operação foi de 3 pontos-base cobrado pelo Banco do Brasil, intermediário financeiro da operação.

Posteriormente, a Fundação adquiriu lote de NTN-B com vencimento em 2045, no montante de R\$ 727,3 mil, à taxa de rendimento de IPCA + 5,67% ao ano. A aquisição ocorreu em 27/jun com liquidação financeira em 28/jun junto ao Banco Bradesco no mercado secundário, pois tal título não é objeto de oferta pública por parte do Tesouro Nacional. O custo da operação foi de 1,5 ponto-base calculado a partir da taxa média do *spread* negociado no mercado secundário para o ativo. A escolha deste vencimento se deu por também ser um título de longo prazo ainda não adquirido pela Fundação e que ajudará a compor o fluxo de vencimento dos ativos do FCBE, além de estar com taxa de rendimento mais elevada que os demais vértices de longo prazo.

É importante destacar que o nível máximo de volatilidade admitida para a Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios é de 2,56% ao ano. Ao final de maio tal indicador encontrava-se em 0,62% ao ano, ou seja, aproximadamente um quarto do máximo permitido. E mesmo com as operações realizadas ao longo de junho, a volatilidade se elevou para apenas 0,88%, ainda em patamar conservador e bastante seguro (aproximadamente um terço do máximo permitido).

Os resultados das operações realizadas via Carteira Própria podem ser visualizados nas Tabelas 1 e 2 a seguir.

**Tabela 1 – Operações em Andamento**

PLANO DE BENEFÍCIOS (PB)														
Data Compra *	Título	Vencimento	Quantidade	Volume		Taxa Compra ao ano	Custo Compra (R\$)	Contraparte	Marcação **	Nota Técnica Compra	Data Venda / Vencimento *	Rentabilidade ***		
				R\$ mm	% PB							Título	CDI	PB
29/02/2016	NTN-B	15/08/2018	1.000	2,9	8,2%	IPCA + 5,70%	1.231,60	Banco do Brasil	MTM	9/2016	15/05/2018	16,21%	18,00%	11,28%
13/06/2017	NTN-B	15/05/2019	2.000	6,1	5,9%	IPCA + 5,00%	533,81	Santander (via Bradesco)	MTM	32/2017	15/05/2019	0,63%	0,46%	0,05%
13/06/2017	NTN-B	15/05/2021	1.300	4,0	3,8%	IPCA + 5,55%	6.643,20	Santander (via Bradesco)	MTM	32/2017	15/05/2021	0,49%	0,46%	0,05%
28/06/2017	NTN-B	15/08/2022	2.000	6,2	5,7%	IPCA + 5,68%	-	Tesouro Nacional (via Bradesco)	MTM	36/2017	15/08/2022	0,29%	0,08%	0,01%

  

FUNDO DE COBERTURA DE BENEFÍCIOS EXTRAORDINÁRIOS (FCBE)														
Data Compra *	Título	Vencimento	Quantidade	Volume		Taxa Compra ao ano	Custo Compra (R\$)	Contraparte	Marcação **	Nota Técnica Compra	Data Venda / Vencimento *	Rentabilidade ***		
				R\$ mm	% PB							Título	CDI	PB
16/11/2015	LF BBDC	16/11/2017	5	1,0	4,5%	IPCA + 7,01%	-	Bradesco	MTC	42/2015	16/11/2017	22,54%	22,47%	16,80%
27/11/2015	LF BBDC	27/04/2018	7	1,4	5,6%	IPCA + 7,68%	-	Bradesco	MTC	47/2015	27/04/2018	23,53%	21,90%	16,08%
27/01/2016	LF BBDC	27/12/2018	16	2,4	7,5%	IPCA + 6,70%	-	Bradesco	MTC	3/2016	27/12/2018	18,14%	19,30%	12,79%
11/03/2016	LF BBDC	11/04/2019	10	2,0	5,7%	IPCA + 6,80%	-	Bradesco	MTC	13/2016	11/04/2019	15,80%	17,44%	10,92%
18/03/2016	LF Safra	18/03/2019	7	1,75	5,0%	IPCA + 6,70%	-	Safra	MTC	14/2016	18/03/2019	14,52%	17,13%	10,72%
07/07/2016	LF BBDC	07/07/2021	10	2,0	4,2%	IPCA + 6,78%	-	Bradesco	MTC	32/2016	07/07/2021	10,39%	12,56%	7,17%
19/04/2017	NTN-B	15/05/2035	400	1,3	1,4%	IPCA + 5,22%	2.870,05	Tesouro Nacional (via BB)	MTC	25/2017	15/05/2035	1,34%	2,00%	0,92%
24/05/2017	NTN-B	15/08/2026	250	0,8	0,8%	IPCA + 5,77%	1.562,53	Tesouro Nacional (via BB)	MTC	28/2017	15/08/2026	0,66%	1,02%	0,25%
14/06/2017	NTN-B	15/05/2055	200	0,6	0,6%	IPCA + 5,6199%	14.550,79	Tesouro Nacional (via BB)	MTC	33/2017	15/05/2055	0,17%	0,42%	0,06%
28/06/2017	NTN-B	15/05/2045	230	0,7	0,7%	IPCA + 5,67%	2.428,38	Bradesco	MTC	35/2017	15/05/2045	0,03%	0,08%	0,01%

\* Data da liquidação financeira

\*\* MTM: Marcação a Mercado // MTC: Marcação pela Curva

\*\*\* Para os títulos ainda em carteira, a rentabilidade foi calculada desde a data da aquisição (liquidação financeira) até 30/jun/2017

Observação: no caso das Letras Financeiras, usualmente são cotadas as seguintes instituições financeiras - Bradesco, CAIXA, Itaú, Safra e Santander (o Banco do Brasil não está emitindo LF)

Fonte: DIRIN



**Tabela 2 – Operações Encerradas**

Data Compra +	Título	Vencimento	Quantidade	Volume R\$ mm	% PB	Taxa Compra	Custo Compra (R\$)	Contraparte	Marcação **	Nota Técnica Compra	Data Venda / Vencimento *	Taxa Venda ao ano	Custo Venda (R\$)	Contraparte	Nota Técnica Venda	Rentabilidade		
																Título	CDI	PB
12/08/2015	LTN	01/07/2017	5.000	3,9	24,5%	13,925%	1.934,17	Banco do Brasil	MTM	28/2015	28/09/2015	16,08%	3.777,22	Banco do Brasil	35/2015	-1,61%	1,69%	1,21%
20/11/2015	LTN	01/10/2016	3.000	2,7	11,8%	15,05%	1.198,29	Banco do Brasil	MTM	45/2015	23/02/2016	14,11%	521,97	Banco do Brasil	7/2016	4,09%	3,36%	5,90%
07/12/2015	NTN-B	15/05/2017	1.000	2,7	10,4%	IPCA + 6,40%	1.425,23	Banco do Brasil	MTM	48/2015	29/02/2016	IPCA + 5,70%	1.588,31	Banco do Brasil	9/2016	5,34%	2,98%	3,92%
23/02/2016	NTN-B	15/08/2022	1.000	2,7	7,9%	IPCA + 7,01%	1.473,73	Banco do Brasil	MTM	8/2016	18/04/2016	IPCA + 6,25%	6.401,54	Banco do Brasil	17/2016	6,05%	2,01%	1,61%
23/03/2016	LTN	01/01/2019	5.000	3,5	9,4%	13,49%	1.713,61	CAIXA	MTM	16/2016	26/04/2016	12,75%	3.010,23	Banco do Brasil	18/2016	2,85%	1,16%	0,96%
14/10/2015	NTN-B	15/08/2016	1.000	2,7	12,5%	IPCA + 6,22%	1.888,72	Banco do Brasil	MTM	38/2015	15/08/2016	---	---	---	---	13,52%	11,65%	11,67%
15/10/2016	NTN-B	15/08/2016	1.000	2,7	12,5%	IPCA + 6,18%	1.883,79	Banco do Brasil	MTM	39/2015	15/08/2016	---	---	---	---	13,39%	11,59%	11,62%
26/04/2016	NTN-B	15/08/2016	2.000	5,7	13,9%	IPCA + 9,15%	2.757,38	Banco do Brasil	MTM	19/2016	15/08/2016	---	---	---	---	5,00%	4,18%	3,32%
30/09/2016	BNDSES	15/01/2017	1.929	3,0	5,1%	IPCA + 7,2957%	-	Bradesco	MTM	41/2016	15/01/2017	---	---	---	---	2,79%	3,81%	2,24%
03/08/2016	NTN-B	15/05/2021	1.000	2,9	5,8%	IPCA + 6,2138%	1.153,68	Tesouro Nacional ( via BB)	MTM	35/2016	18/04/2017	5,25%	7.496,45	Banco do Brasil	22/2017	10,46%	9,21%	5,34%
13/10/2016	NTN-B	15/05/2021	1.000	3,0	5,1%	IPCA + 5,252%	1.127,37	Tesouro Nacional ( via BB)	MTM	42/2016	18/04/2017	5,25%	7.496,45	Banco do Brasil	22/2017	7,30%	6,44%	3,88%
21/10/2016	NTN-F	01/01/2023	1.200	1,2	2,0%	11,129%	487,67	Tesouro Nacional ( via BB)	MTM	43/2016	10/04/2017	10,02%	2.460,84	Banco do Brasil	20/2017	9,77%	5,68%	3,59%
03/07/2017	NTN-F	01/01/2023	2.500	2,5	3,0%	10,674%	3.073,03	Tesouro Nacional ( via BR)	MTM	7/2017	10/04/2017	10,02%	5.126,74	Banco do Brasil	20/2017	4,46%	2,05%	1,31%
04/07/2016	NTN-B	15/05/2017	3.000	8,7	18,5%	IPCA + 6,65%	3.438,54	Banco do Brasil	MTM	30/2016	15/05/2017	---	---	---	---	8,90%	11,27%	6,81%
09/11/2016	NTN-B	15/05/2017	1.000	3,0	4,8%	IPCA + 6,46%	974,07	Banco do Brasil	MTM	46/2016	15/05/2017	---	---	---	---	4,87%	6,21%	3,85%

\* Data da liquidação financeira

\*\* MTM: Marcação e Mercado // MTC: Marcação pelo Curvo

Fonte: DIRIN

Os resultados das operações realizadas via fundos de investimentos em 2017 podem ser visualizados na Tabela 3 a seguir.

**Tabela 3**

Data	Fundo CAIXA IRF-M1+	Fundo CAIXA IDKa IPCA 2A	Fundo CAIXA IDKa IPCA 2A	Fundo BB JP Morgan	Fundo BB Schroder	CDI	Benchmark PB
16/jan a 6/abr	4,53%	---	---	---	---	2,65%	1,76%
9/fev a 18/mai	---	1,63%	---	---	---	2,94%	1,86%
22/fev a 18/mai	---	---	1,33%	---	---	2,49%	1,54%
18/mai a 30/jun	---	---	---	1,04%	---	1,19%	0,37%
18/mai a 30/jun	---	---	---	---	1,90%	1,19%	0,37%

Fonte: DIRIN, Banco do Brasil, CAIXA, CETIP

A carteira de investimentos do Plano de Benefícios finalizou o período com aproximadamente 95,5% dos recursos em Renda Fixa, 0,7% em Renda Variável e 3,7% em Investimento no Exterior. O detalhamento do segmento de renda fixa é de 61,5% em CDI, 33,2% IPCA (20,9% em Títulos Públicos: NTN-B Ago/18, Mai/2019, Mai/2021, Ago/2022, 2026 MTC, 2035 MTC, 2045 MTC e 2055 MTC; 11,2% em Títulos Privados: Letras Financeiras do Bradesco Nov/17, Abr/18, Dez/18, Abr/19 e Jul/21 e do Banco Safra Mar/19; 1,0% em Fundos de Investimento IPCA IDKa 2A e IMA-B5), e 0,8% em Prefixados (Fundos de Investimento IRF-M1 e IRF-M1+)

A rentabilidade nominal líquida do PB foi de 0,86% em junho de 2017, ante 0,81% do CDI e 0,09% do *benchmark* do PB. Já a rentabilidade real líquida atingiu 1,10% (IPCA de -0,23% no mês).

No acumulado de 2017, a rentabilidade nominal líquida alcançada pelo Plano de Benefícios foi de 5,79% ante 5,65% do CDI e 3,25% do *benchmark* do PB no mesmo período. Já a rentabilidade real líquida se elevou para 4,56% (já superando a meta do ano), tendo em vista que o IPCA recuou para 1,18% no período analisado.

Finalmente, as aplicações financeiras do Plano de Benefícios da Funpresp-Jud estão aderentes à Política de Investimentos 2017 e às normas legais, notadamente à Resolução CMN 3.792/2009 (vide tópico 1.3 neste Relatório).

## **2.2 Estratégia PGA**

Não houve alteração no mês de junho.

A rentabilidade nominal líquida do PGA foi de 0,76% no mês de junho de 2017, ante 0,81% do CDI e 0,73% do *benchmark* do PGA. Já a rentabilidade real líquida atingiu 0,99%.

No acumulado de 2017, a rentabilidade nominal líquida alcançada pelo PGA foi de 5,59% ante 5,65% do CDI e 5,49% do *benchmark* do PGA. Já a rentabilidade real líquida se elevou para 4,36%.

As aplicações financeiras do Plano de Gestão Administrativa da Funpresp-Jud estão aderentes à Política de Investimentos 2017 e às normas legais, notadamente à Resolução CMN 3.792/2009 (vide tópico 1.3 neste Relatório).

### 3. Indicadores e Comportamento dos Mercados Financeiros

#### 3.1 Internacional

Data	Renda Variável <sup>6</sup>			Renda Fixa <sup>7</sup>		Moedas <sup>8</sup>			
	S&P 500	Euro Stoxx 50	MSCI Asia Pacific	UST 10 yr (a.a.)	Bund 10 yr (a.a.)	DXY	EUR x USD	GBP x USD	USD x JPY
31/mai/17	2.412	3.555	152,7	2,203%	0,304%	96,98	1,124	1,289	110,78
30/jun/17	2.423	3.442	154,6	2,304%	0,466%	95,63	1,143	1,303	112,39
<b>Varição</b>	<b>0,5%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>+10,1 bps</b>	<b>+16,2 bps</b>	<b>-1,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,5%</b>

Fonte: Broadcast, Bloomberg

#### 3.2 Doméstico

→ IPCA Jun/2017: -0,23% (1,18% no acumulado de 2017)

→ Inflação x Meta Taxa Selic x PIB: projeções FOCUS

- ✓ Projeção para IPCA 2017 se reduziu de 3,91% (31/mai) para 3,46% (30/jun)
  - 2018: redução de 4,40% para 4,25%
  - 2019: manutenção em 4,25%
- ✓ Projeção para Meta Taxa Selic ao final de 2017 se manteve em 8,50% ao ano
  - 2018: redução de 8,50% ao ano para 8,25% ao ano
  - 2019: manutenção em 8,50% ao ano
- ✓ Projeção para crescimento do PIB 2017 se reduziu de 0,46% (31/mai) para 0,39% (30/jun)
  - 2018: redução de crescimento de 2,43% para 2,00%
  - 2019: manutenção de crescimento de 2,50%

→ Política Fiscal: Mai/2017

- ✓ Déficit primário de R\$ 30,7 bilhões. Em 12 meses, o resultado primário foi deficitário em 2,47% do PIB (ante 2,29% do PIB no acumulado de 12 meses até abril)
- ✓ Déficit nominal de 9,22% do PIB no acumulado de 12 meses (contra 9,18% do PIB no acumulado de 12 meses até abril)
- ✓ Dívida Bruta de 72,5% do PIB (contra 71,7% do PIB em abril)
- ✓ Dívida Líquida de 48,1% do PIB (contra 47,7% do PIB em abril)

<sup>6</sup> S&P 500 – índice de ações norte-americano composto por 500 ações listadas na NYSE ou NASDAQ

Euro Stoxx 50 – índice de ações europeu com as 50 empresas mais representativas da região

MSCI Asia Pacific – índice de ações que compreende ações de grande e médio porte de países asiáticos (5 desenvolvidos e 8 emergentes)

<sup>7</sup> UST 10 yr – título do Tesouro Norte-Americano de 10 anos

Bund 10 yr – título do Tesouro Alemão de 10 anos

<sup>8</sup> DXY – Dollar Index: índice que mede o valor do Dólar Norte-Americano contra uma cesta de moedas (Euro, Yen, Libra Esterlina, Dólar Canadense, Coroa Sueca e Franco Suíço)

EUR x USD – cotação do Euro x Dólar Norte-Americano

GBP x USD – cotação da Libra Esterlina x Dólar Norte-Americano

USD x JPY – cotação do Dólar Norte-Americano x Yen



- Renda Fixa: os títulos públicos prefixados voltaram a apresentar recuo nas taxas de rendimento ao longo de toda a curva (média de 32 bps). Já nos prazos mais longos houve nova rodada de elevação nas taxas de retorno (média de 41 bps). Já nos títulos públicos indexados ao IPCA, houve redução nas taxas de rendimento nos prazos até cinco anos (média de 12 bps) e ligeira elevação nos vencimentos mais longos (média de 4 bps). Houve queda na inflação implícita ao longo de toda a curva (média de 25 bps).
  - ✓ O recuo nas taxas de rendimento dos títulos prefixados e dos indexados ao IPCA de prazos mais curtos continua sendo decorrente da continuidade da forte desinflação observada no período, assim como a redução nas expectativas inflacionárias para 2017 e 2018, pois o mercado financeiro voltou a acreditar que o Banco Central irá manter a redução da Taxa Básica de juros de forma significativa, apesar da desvalorização cambial verificada no período.
  
- Renda Variável: leve elevação de 0,3%, com o Ibovespa encerrando o período a 62.899 pontos
  
- BRL: desvalorização no mês de 2,4% do Real (BRL) frente ao Dólar Norte-Americano (USD), que encerrou o mês cotado a R\$ 3,312
  
- CDS Brasil 5 anos: encerrou a 239,6 bps com elevação de 11,5 bps em relação ao fechamento de maio

## TÓPICO ESPECIAL 1

### Perspectiva de Resultado de Médio e Longo Prazo

O presente Tópico Especial trata da recomendação do Conselho Fiscal constante do Relatório de Controle Interno do segundo semestre de 2016, *in verbis*: “Diante do resultado do PB inferior ao do PGA e das aquisições de ativos financeiros em taxa real superior à meta estabelecida na Política de Investimentos, **recomenda-se que a Diretoria elabore semestralmente relatório explicando a perspectiva de resultados de médio e longo prazo, objetivando a transparência para as partes interessadas**”.

Inicialmente, cabe esclarecer que este tópico específico tratará apenas da perspectiva de resultados de médio e longo prazo para os investimentos do Plano de Benefícios (PB) e do Plano de Gestão Administrativa (PGA). Entretanto, na sequência encontra-se o Tópico Especial 2 que trata de temas relacionados aos critérios de contabilização dos preços dos ativos (MTM x MTC) bem como da questão do *benchmark* (gestão ativa x passiva), temas esses que são de suma importância para o correto entendimento e interpretação dos resultados obtidos pela Fundação na gestão dos investimentos desde o início do seu funcionamento.

#### Plano de Benefícios

Primeiramente, deve-se esclarecer que o cálculo de projeções para preços de ativos é tarefa bastante complexa, principalmente no caso brasileiro tendo em vista que o país não se encontra no que é chamado de “estado estacionário” (*steady state*<sup>9</sup>) no que se refere às variáveis econômicas.

Adicionalmente, um complicador não menos significativo tem relação com a atual conjuntura político-econômica pelo qual o país atravessa. Nesse sentido, projeções de tendência central para qualquer ativo financeiro apresenta menor potência significativa, pois eventos extremos (positivos ou negativos) acabam assumindo probabilidades mais elevadas.

Ainda, a conjuntura internacional que tem forte impacto nos preços dos ativos domésticos, principalmente via taxa de câmbio e com reflexos nos demais ativos, apresenta-se também com nível de incerteza elevado.

Outro fator primordial que impacta as análises dos investimentos da Fundação se referem à expressiva entrada líquida de recursos no Plano de Benefícios ao longo dos próximos anos. Assim, as projeções efetuadas devem levar em consideração não apenas a carteira atual de investimentos da Fundação, mas também o fluxo positivo ao longo do tempo, visto que as taxas de retorno a serem obtidos por esse novo fluxo somente serão efetivadas no tempo, e não no momento atual como no caso dos investimentos ora efetivados.

Nesse sentido, por mais que seja possível a adoção de premissas razoáveis para a projeção do futuro, quanto mais longo o horizonte de análise, maior a tendência a se incorrer em erros

---

<sup>9</sup> Em tradução livre significa estado estacionário ou estável. Para os propósitos deste trabalho, é o momento em que a economia se encontra totalmente em equilíbrio.

significativos. Dessa forma, a Diretoria de Investimentos analisa as diversas variáveis econômico-financeiras com impacto direto ou indireto nos ativos detidos pela Fundação e gera mensalmente projeções para os preços de ativos passíveis de aquisição via Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios. Entretanto, tais projeções têm prazo limitado a até 24 meses (final do ano subsequente ao de análise), porém mais concentrados no próprio ano de análise por conta da Política de Investimentos e das metas anuais de desempenho.

Para prazos mais longos, as análises são menos sistemáticas e efetuadas para casos específicos, por exemplo, para a definição do *benchmark* de longo prazo para o Fundo de Cobertura de Benefícios Extraordinários (FCBE). Deve-se ressaltar que a modelagem para projeções de longo prazo divergem de forma acentuada daquela utilizada para o curto e médio prazos.

Especificamente no caso do FCBE, em janeiro deste ano foi produzido estudo com vistas ao cálculo das estimativas para as taxas reais de retorno do Fundo ao longo dos próximos 30 anos, cujos resultados foram os seguintes:

.....

*A partir do exposto, pode-se concluir que a taxa real média estimada de retorno nos investimentos do FCBE ao longo dos próximos 30 anos, já considerando o aumento do patrimônio financeiro ao longo do tempo e a redução da duration do Fundo para 12 anos, é de aproximadamente 4,84% ao ano com desvio-padrão de 0,29% ao ano.*

*Nesse sentido, espera-se que, com 95% de probabilidade, o retorno real bruto nos investimentos do FCBE ao longo dos próximos 30 anos se situe entre 4,25% ao ano e 5,43% ao ano.*

*Como o custo médio dos investimentos é equivalente a 0,25% ao ano, a taxa média estimada de retorno real líquido nos investimentos do FCBE ao longo dos próximos 30 anos se reduz para 4,59% ao ano, situando-se entre 4,00% ao ano e 5,18% ao ano com 95% de probabilidade.*

.....

Deve-se esclarecer que anualmente será procedida atualização do referido cálculo com o objetivo de subsidiar o Estudo de Aderência por parte da Coordenação de Atuária e de Benefícios (COABE).

Já em relação à análise de curto prazo, apresentamos a composição da Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios ao final do primeiro semestre de 2017, incluindo a segregação do FCBE.

**Tabela 1**

	Segmento	Ativo	% do PB	Taxa Compra (a.a.)	Taxa 30/jun (a.a.)
Reservas	RF	FI CDI	61,55	-	10,14%
		FI IRF-M1	0,34	-	8,99%
		FI IRF-M1+	0,49	-	9,70%
		FI IMA-B5	0,35	-	IPCA + 5,15%
		FI IDkA IPCA 2A	0,68	-	IPCA + 4,84%
		NTN-B 2018	2,83	IPCA + 5,70%	IPCA + 4,78%
		NTN-B 2019	5,62	IPCA + 5,00%	IPCA + 4,73%
		NTN-B 2021	3,64	IPCA + 5,55%	IPCA + 5,46%
		NTN-B 2022	5,67	IPCA + 5,68%	IPCA + 5,62%
	RV	FIA Ibovespa	0,73	-	-
Exterior	BDRX e FIMM	3,74	-	-	
FCBE	RF	NTN-B 2026	0,71	IPCA + 5,77%	IPCA + 5,77%
		NTN-B 2035	1,20	IPCA + 5,22%	IPCA + 5,22%
		NTN-B 2045	0,66	IPCA + 5,67%	IPCA + 5,67%
		NTN-B 2055	0,58	IPCA + 5,6199%	IPCA + 5,6199%
		LF BBDC 16/11/17	1,12	IPCA + 7,01%	IPCA + 7,01%
		LF BBDC 27/04/18	1,57	IPCA + 7,68%	IPCA + 7,68%
		LF BBDC 27/12/18	2,58	IPCA + 6,70%	IPCA + 6,70%
		LF BBDC 11/04/19	2,11	IPCA + 6,80%	IPCA + 6,80%
		LF SAFRA 18/03/19	1,82	IPCA + 6,70%	IPCA + 6,70%
		LF BBDC 07/07/21	2,01	IPCA + 6,78%	IPCA + 6,78%
<b>Carteira PB</b>			<b>100,00</b>	---	---

Fonte: CETIP, ANBIMA, Banco Central, Funpresp-Jud

Elaboração: DIRIN

Observações:

a) IPCA 2º Semestre 2017: 2,25% (equivalente a 4,59% ao ano) // IPCA 2018: 4,25%

b) Taxa Selic Final 2017: 8,50% ao ano // Taxa Selic Final 2018: 8,00% ao ano

c) Benchmark PB 2º Semestre 2017 (IPCA + 4,25%)<sup>10</sup>: 9,04% // Benchmark PB 2018 (IPCA + 4,25%)<sup>11</sup>: 8,68%

Foram também criados, além do cenário básico, dois cenários alternativos para a evolução dos preços dos ativos, um pessimista e outro otimista. Cabe esclarecer que no cenário pessimista não se prevê nenhum tipo de ruptura institucional com efeitos de pânico nos ativos financeiros, embora um nível maior de volatilidade deva ser verificado caso tal hipótese venha a ocorrer. Os resultados esperados, mantida a Carteira de Investimentos atual, podem ser contemplados nas Tabelas 2 e 3 a seguir.

<sup>10</sup> IPCA + 4,50% deduzidos os custos dos investimentos

<sup>11</sup> IPCA + 4,50% deduzidos os custos dos investimentos

**Tabela 2**

	1º Sem 2017	2º Sem 2017			2017 (Realizado + Estimado)		
		Básico	Pessimista	Otimista	Básico	Pessimista	Otimista
<b>PB</b>	5,79%	4,76%	5,15%	4,53%	10,82%	11,24%	10,59%
<b>Bmk PB</b>	3,25%	4,46%	5,39%	4,12%	7,86%	8,82%	7,50%
<b>PB Real</b>	4,56%	2,43%	1,93%	2,57%	7,11%	6,58%	7,24%
<b>Bmk PB Real</b>	2,04%	2,16%	2,16%	2,16%	4,25%	4,25%	4,25%

Fonte: CETIP, ANBIMA, Banco Central, Funpresp-Jud

Elaboração: DIRIN

Observações:

a) IPCA 2017: Pessimista 4,38% // Otimista: 3,12%

b) Taxa Selic Final 2017: Pessimista 10,00% ao ano // Otimista: 8,00% ao ano

**Tabela 3**

	2018		
	Básico	Pessimista	Otimista
<b>PB</b>	8,65%	9,77%	8,34%
<b>Bmk PB</b>	8,68%	9,98%	7,90%
<b>PB Real</b>	4,22%	4,05%	4,68%
<b>Bmk PB Real</b>	4,25%	4,25%	4,25%

Fonte: CETIP, ANBIMA, Banco Central, Funpresp-Jud

Elaboração: DIRIN

Observações:

a) IPCA 2018: Pessimista 5,50% // Otimista: 3,50%

b) Taxa Selic Final 2018: Pessimista 10,00% ao ano // Otimista: 7,50% ao ano

Uma questão mencionada anteriormente que é de suma importância se refere ao expressivo fluxo de entrada de recursos para o Plano de Benefícios. Atualmente, os ingressos líquidos mensais encontram-se próximos a 5% do volume total de recursos, sendo que este percentual continuará a se reduzir gradativamente ao longo do tempo. Ainda assim, no acumulado do ano, representa parcela significativa em relação à elevação do patrimônio do PB, inclusive sendo superior ao aumento decorrente da rentabilidade dos investimentos. E esse fluxo de recursos perceberão remuneração somente quando do seu ingresso, ou seja, são dependentes das taxas futuras de retorno dos ativos, e não das taxas atuais que impactam somente os investimentos já efetivados. Nesse sentido, cenários mais benignos terão como consequência que os novos recursos serão investidos a taxas de retorno nominais inferiores (embora mais altas em termos reais). Em sentido contrário, caso o cenário futuro seja mais pessimista, será possível obter retornos absolutos (nominais) mais elevados, embora menores em termos reais<sup>12</sup>.

A partir dos resultados apresentados, pode-se perceber que o ano de 2018 será bastante desafiador para a gestão dos investimentos da Fundação. Exceto no cenário otimista, a atual Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios não teria condições de ser mais rentável que o *benchmark* do PB (mantendo-se a mesma meta atual), embora os resultados sejam bastante próximos da meta a ser perseguida nos cenários básico e pessimista.

<sup>12</sup> Esse fenômeno normalmente ocorre pois, em cenários benignos, a queda da inflação ocorre anteriormente ao movimento de redução das taxas de juros, fazendo com que a taxa de juros real se eleve no primeiro momento até que se atinja um novo equilíbrio. E movimento inverso ocorre em cenários pessimistas.

Em virtude do exposto, vê-se que será necessário efetuar alteração na estratégia de alocação dos recursos do Plano de Benefícios em decorrência de uma possível redução nas taxas de juros ao longo dos próximos meses. Nesse sentido, a Fundação manterá a gestão ativa dos investimentos do Plano de Benefícios (parcela das Reservas: RAN/RAS) com vistas a se obter resultado acima do *benchmark* proposto sob níveis de risco prudentes e dentro dos limites a serem aprovados pelo Conselho Deliberativo para o ano de 2018.

Importante destacar que a Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios é dinâmica, e deve estar sempre adequada à conjuntura macroeconômica vigente, porém sem deixar de levar em consideração as projeções futuras, as quais devem ser atualizadas sistematicamente tendo em vista que o padrão normal é que as expectativas originais sejam constantemente frustradas – como observado regularmente ao longo dos últimos anos no país.

Assim, cenários adversos devem estar associados a investimentos mais conservadores e cenários benignos a investimentos com maior nível de risco. Obviamente, não é possível se antecipar a todos os cenários futuros, mas sempre é salutar adotar medidas preventivas contra possíveis perdas patrimoniais decorrentes de eventos negativos assim como é possível acelerar o processo de incremento de risco (via alongamento dos prazos dos ativos de renda fixa e/ou aumento da diversificação de investimentos para renda variável, fundos multimercados e investimentos no exterior, por exemplo) no caso de expectativas positivas em relação às rentabilidades futuras.

Para que seja possível adotar uma gestão ativa dos investimentos, deve-se trabalhar não apenas com os vários cenários prospectivos, mas também com o conceito de Carteira Ótima ou Fronteira Eficiente, tendo em vista que tal modelo teórica aliada os conceitos de risco e retorno dentro das infinitas possibilidades de alocações de investimentos. Na Fundação, adota-se a modelagem via ISMG para a construção das referidas carteiras, conforme exemplo válido para 2017 (Tabela 4).

**Tabela 4**

Futuro Básico 2017 (Over Bmk)				Futuro Pessimista 2017 (Over Bmk)				Futuro Otimista 2017 (Over Bmk)			
Bmk 2017: IPCA + 4,50% = 8,12%				Bmk 2017: IPCA + 4,50% = 9,08%				Bmk 2017: IPCA + 4,50% = 7,76%			
Vol Bmk 2017 = 0,44%				Vol Bmk 2017 = 0,62%				Vol Bmk 2017 = 0,38%			
	Max Ret	ISMG = 1	Min Vol		Max Ret	ISMG = 1	Min Vol		Max Ret	ISMG = 1	Min Vol
CDI	0,0%	0,0%	0,0%	CDI	0,0%	0,0%	72,1%	CDI	0,0%	0,0%	0,0%
IRF-M1	0,0%	57,8%	65,0%	IRF-M1	0,0%	0,0%	11,6%	IRF-M1	0,0%	0,0%	62,5%
Pré 2yr	0,0%	0,0%	0,0%	Pré 2yr	0,0%	0,0%	0,0%	Pré 2yr	0,0%	0,0%	0,0%
Pré 5yr	0,0%	0,0%	0,0%	Pré 5yr	0,0%	0,0%	0,0%	Pré 5yr	0,0%	0,0%	0,0%
NTN-B 1yr	0,0%	0,0%	20,0%	NTN-B 1yr	80,0%	80,0%	0,0%	NTN-B 1yr	0,0%	0,0%	22,5%
IMA-B5 / IDKa IPCA 2A	67,0%	27,2%	0,0%	IMA-B5 / IDKa IPCA 2A	0,0%	0,0%	0,0%	IMA-B5 / IDKa IPCA 2A	73,9%	83,7%	0,0%
NTN-B 5yr	18,0%	0,0%	0,0%	NTN-B 5yr	0,0%	0,0%	0,0%	NTN-B 5yr	11,1%	0,0%	0,0%
LF MTC	15,0%	15,0%	15,0%	LF MTC	15,0%	15,0%	15,0%	LF MTC	15,0%	15,0%	15,0%
IBOV	0,0%	0,0%	0,0%	IBOV	0,0%	0,0%	0,0%	IBOV	0,0%	1,3%	0,0%
BDRX	0,0%	0,0%	0,0%	BDRX	5,0%	5,0%	1,3%	BDRX	0,0%	0,0%	0,0%
Resultado Nominal 2017	11,50%	10,84%	10,63%	Resultado Nominal 2017	11,88%	11,88%	11,18%	Resultado Nominal 2017	11,42%	11,34%	10,49%
Resultado Real 2017	7,77%	7,13%	6,93%	Resultado Real 2017	7,18%	7,18%	6,51%	Resultado Real 2017	8,05%	7,97%	7,15%
Vol 2017 Ponta (a.a.)	2,47%	0,31%	0,12%	Vol 2017 Ponta (a.a.)	2,21%	2,21%	0,12%	Vol 2017 Ponta (a.a.)	2,25%	2,12%	0,17%
V@R 2017 Ponta (mensal)	-0,04%	0,66%	0,70%	V@R 2017 Ponta (mensal)	0,10%	0,10%	0,78%	V@R 2017 Ponta (mensal)	-0,04%	-0,04%	0,66%
Stress 2017 Ponta (mensal)	-0,34%	0,63%	0,69%	Stress 2017 Ponta (mensal)	-0,07%	-0,07%	0,77%	Stress 2017 Ponta (mensal)	-0,35%	-0,33%	0,64%
Vol 2017 (a.a.)	1,75%	0,63%	0,63%	Vol 2017 (a.a.)	1,57%	1,57%	0,56%	Vol 2017 (a.a.)	1,61%	1,52%	0,65%
V@R 2017 (mensal)	0,22%	0,65%	0,68%	V@R 2017 (mensal)	0,31%	0,31%	0,70%	V@R 2017 (mensal)	0,21%	0,22%	0,66%
Stress 2017 (mensal)	-0,34%	0,63%	0,67%	Stress 2017 (mensal)	-0,07%	-0,07%	0,67%	Stress 2017 (mensal)	-0,35%	-0,33%	0,64%
ISMG Over Bmk	0,66	0,87	0,25	ISMG Over Bmk	0,24	0,24	-1,17	ISMG Over Bmk	0,99	1,00	1,76

A Tabela 4 apresenta três Carteiras Ótimas (dentre as várias possíveis) para cada um dos cenários prospectivos (Básico, Pessimista e Otimista). Também foram selecionados alguns ativos mais representativos para comporem as carteiras, visto que a utilização de todos os ativos financeiros disponíveis é inviável.

Para cada cenário prospectivo, foram criadas três Carteiras Ótimas: i) Max Ret: carteira que apresenta o maior retorno esperado limitado ao nível máximo de risco permitido (Volatilidade máxima de 2,56% ao ano e V@R igual ou superior a -0,04%); ii) ISMG = 1: carteira que apresenta excesso de retorno idêntico ao excesso de risco comparativamente ao *benchmark* projetado<sup>13</sup>; iii) Min Vol: carteira com a menor volatilidade possível comparativamente ao *benchmark* projetado.

Dessa forma, a partir da conjuntura vigente, das estimativas para os preços dos ativos no futuro e a criação das Carteiras Ótimas, abre-se a possibilidade de uma gestão ativa dos investimentos com vistas a se maximizar os retornos dentro dos parâmetros máximos de risco a serem assumidos. A Carteira de Investimentos em vigor deve estar sempre próxima daquelas determinadas como ótimas<sup>14</sup>, sendo que a escolha da Carteira se dará não apenas em relação a qual cenário se está trabalhando, mas também em qual nível de risco se deseja atuar (Max Ret apresenta o maior risco autorizado; Min Vol encontra-se no menor risco possível; ISMG = 1 normalmente apresenta a carteira com risco intermediário).

---

<sup>13</sup> Nos cenários prospectivos básico e pessimista não foi possível criar uma Carteira Ótima com ISMG = 1, tendo sido utilizadas as carteiras que apresentaram os resultados mais próximos do indicador desejado.

<sup>14</sup> Devendo-se ressaltar, apenas, a questão das limitações operacionais na construção das Carteiras Ótimas com todos os ativos financeiros disponíveis. Então, pode-se utilizar ativos similares aos utilizados na modelagem ou mesmo um conjunto de ativos que se aproximem do ativo utilizado na construção do modelo. Por exemplo: o IMA-B5 / IDkA IPCA 2A pode ser substituído por NTN-B com vencimentos entre 2018 e 2022 em proporções semelhantes às utilizadas nos respectivos índices.



## TÓPICO ESPECIAL 2

### Marcação a Mercado (MTM) x Marcação pela Curva (MTC)

Primeiramente, antes de entrarmos nos conceitos de Marcação a Mercado (MTM) e Marcação pela Curva (MTC), é importante esclarecer os conceitos de tomadores de recursos e seus financiadores. Sob a ótica econômica, o tomador (agente econômico deficitário) antecipa despesas, para consumo ou investimento, em um momento em que não possui recursos financeiros suficientes para tanto. Daí a necessidade de recorrer a algum ente que os possua em excesso, identificado como o financiador (agente econômico superavitário), que é aquele que decide emprestar os recursos solicitados adiando seus planos de gastos.

Então, quando ocorre a transferência temporária de recursos dos financiadores para os tomadores, há incidência do que se chama “juro”, que pode ser entendido como o “custo do aluguel do dinheiro”, pois é a compensação devida pelo tomador (devedor) do empréstimo para a utilização de recursos oriundos de seu financiador (credor ou investidor), os quais deverão ser devolvidos acrescidos de uma remuneração (juro) ao final do prazo do contrato.

Resumidamente, juro nada mais é do que a remuneração do dinheiro no tempo. Essa definição é de suma importância não apenas pelo conceito do rendimento dos recursos financeiros, mas principalmente pelo envolvimento da variável “tempo” na equação. Dessa forma, para cada prazo de investimento (ou empréstimo), há uma taxa de juros correspondente.

Adicionalmente, é de vital discernimento destacar que as taxas de juros podem variar a cada instante, inclusive dentro do mesmo dia. Por exemplo, o rendimento de um título prefixado de um ano pode estar sendo negociado a 8,93% ao ano na parte da manhã de determinado dia e passar a ser transacionado a 9,00% ao ano minutos depois. Essa variação nas taxas é decorrente, principalmente, de alterações na oferta e demanda por recursos ou ativos, nas expectativas econômicas, entre outros fatores.

Nesse sentido, conclui-se que as taxas de juros variam não apenas em função do prazo do contrato, mas também por conta de alterações nas condições econômicas vigentes a cada momento.

A partir dessa constatação, chega-se a uma pergunta inexorável: qual o valor de determinado investimento (sob a ótica do financiador) ou dívida (sob a ótica do tomador) em dado momento?

Para se chegar ao valor desejado há duas metodologias usualmente utilizadas: a Marcação pela Curva e a Marcação a Mercado, que são critérios contábeis de precificação de ativos (e passivos). A depender da metodologia utilizada, podem suavizar ou intensificar as variações dos preços desses títulos (contratos) entre a data da aquisição (contratação) e de seu vencimento.

Entretanto, independentemente do critério adotado, o valor apurado no vencimento será idêntico seja pela curva ou a mercado. A diferença se encontra tão somente na trajetória de preços ao longo da vida do ativo (ou passivo). Assim, vamos focar a análise apenas sob a ótica do investidor.



#### Marcação pela Curva (MTC)

Nesta metodologia, o ativo é contabilizado pelo valor de aquisição, acrescido da variação do indexador (se houver) e do rendimento decorrente da taxa de remuneração pactuada (que é mantida fixa) desde a emissão até o vencimento.

As principais características desta metodologia são: i) neutraliza ou reduz de forma significativa a volatilidade da carteira de investimentos, pois o retorno do ativo é constante (para o caso dos títulos de renda fixa prefixados) ou com baixíssima variação (títulos de renda fixa pós-fixados), visto que o mesmo será remunerado à taxa e indexador pactuados na ocasião de sua aquisição; ii) não possibilita a apresentação de rentabilidade negativa, exceto em casos excepcionais (por exemplo: no caso de títulos indexados a índice de preços e mesmo assim somente com inflação negativa no período em magnitude superior ao ganho decorrente do rendimento da taxa de remuneração pactuada)<sup>15</sup>; iii) gera transferência de renda entre os cotistas de um fundo de investimento ou participantes de um Plano de Benefícios<sup>16</sup>, sendo esta a maior crítica em relação a tal metodologia.

#### Marcação a Mercado (MTM)

Nesta metodologia, o ativo é contabilizado diariamente pelo preço efetivo de mercado, de acordo com os negócios realizados ou metodologia específica de apuração do ativo.

As principais características desta metodologia são: i) permite identificar o preço de venda do título, caso o investidor queira negociá-lo antes do vencimento; ii) incorpora volatilidade à carteira, decorrente das oscilações positivas ou negativas do preço do título, podendo inclusive, em alguns momentos, apresentar rentabilidade negativa; e, iii) o impacto da desvalorização do papel é neutralizado caso o ativo seja mantido em carteira até o seu vencimento, visto que será remunerado à taxa pactuada na aquisição do título.

É importante destacar que, em 2002, os fundos de investimento abertos foram obrigados pelos órgãos reguladores, Banco Central (BC) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a contabilizar todos os seus títulos em carteira pelo critério de Marcação a Mercado. Com a medida, o governo buscou ampliar a transparência dos fundos, que passaram a apurar o valor exato do ativo<sup>17</sup>, além de impedir a transferência de riqueza entre os cotistas dos referidos fundos de investimento.

---

<sup>15</sup> Esse critério gera, por consequência, a falsa impressão de que um título de renda fixa não “pode” apresentar rentabilidade negativa, o que é falso, pois se existir a necessidade de desfazimento da aplicação financeira, o preço de venda do ativo será determinado pelas condições de mercado verificadas no momento da operação, ou seja, pelo critério de Marcação a Mercado. Assim, caso a taxa de rendimento do título esteja superior à taxa do título, o preço de venda do mesmo será inferior àquele registrado contabilmente, gerando um prejuízo imediato à aplicação.

<sup>16</sup> No critério de Marcação pela Curva, o preço registrado do ativo em determinado momento normalmente não corresponde àquele praticado no mercado financeiro, aqui chamado de “justo”. Consequentemente, o valor da cota do fundo de investimento ou plano de benefícios não reflete o real valor naquele instante em caso de necessidade de venda dos ativos. De maneira similar, verificar-se-ia o mesmo problema no caso de aquisição de novos ativos idênticos aos existentes (que ocorreriam por valor diferente daquele registrado contabilmente), pois seriam comprados pelo preço de mercado (“justo”) e não pelo preço registrado. Dessa forma, a aquisição ou resgate de cotas se daria por quantidade divergente daquela que correta calculada a partir do preço “justo” do ativo, tendo com consequência a transferência de renda (lucro ou prejuízo, seja medido em valor financeiro ou em quantidade de cotas) entre cotistas (no caso dos fundos de investimento) ou participantes (fundos de pensão).

<sup>17</sup> <http://www.capecf.com.br/site/educacaointerna.aspx?id=730>

Porém, no segmento de fundos de pensão, o método de precificação dos recursos fica a critério dos gestores, considerando as características específicas de cada plano, desde que, na Marcação pela Curva, seja comprovada a capacidade de manutenção desses títulos até o seu vencimento, respeitados os compromissos financeiros do plano.

Usualmente, os planos de Benefício Definido (BD) costumam marcar seus ativos de renda fixa pela curva (MTC), enquanto os planos de Contribuição Definida (CD) normalmente utilizam o critério de Marcação a Mercado. No caso dos planos de Contribuição Variável (CV), há um critério misto com a utilização de MTM durante o período de acumulação (parte CD do plano) e de MTC quando do pagamento de benefícios (parte BD do plano)<sup>18 19</sup>.

É importante ressaltar que esta discussão sobre os critérios de marcação por parte dos fundos de pensão é antiga e não há consenso ou determinação específica, embora um dos principais argumentos utilizados para a utilização do critério de Marcação pela Curva seja a vantagem de se reduzir (ou mesmo eliminar) a volatilidade nos resultados alcançados. O contraponto primordial diz respeito à transferência de riqueza entre participantes ao se adotar tal critério. “Estudos mostram claramente a inadequação da marcação na curva em planos CD, que têm vários cotistas com aportes e resgates em momentos distintos e devem, portanto, optar pela marcação a mercado”<sup>20</sup>.

Regra geral, as pessoas entendem o conceito de variação no preço dos bens. Há inúmeros exemplos no dia a dia, e não apenas no mercado financeiro. O preço dos alimentos é bastante suscetível às condições climáticas, períodos de safra e entressafra. No lado dos ativos financeiros, as pessoas com um mínimo de conhecimento sabem das oscilações verificadas nas bolsas de valores e no preço do dólar (taxa de câmbio).

Porém, quando se trata de um instrumento de renda fixa, o entendimento se extingue. Talvez seja por conta da própria nomenclatura “renda fixa”, que induz o leigo a achar que algo que é fixo não pode apresentar variação negativa, argumento obviamente falso.

Deve-se levar em conta que o termo “renda fixa” (*fixed income*) tem origem nos contratos que estabelecem pagamento periódico de juros prefixados (gerando um fluxo constante e regular entendido como sendo uma renda fixa) e amortização apenas no vencimento<sup>21</sup>. Mas isso nunca

---

<sup>18</sup> Definições da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC (<http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/sobre-o-setor-1>):

- Plano BD: “Neste tipo de plano, o valor do benefício do participante é decidido no momento de sua adesão e suas contribuições vão variar à medida de sua vida de trabalho para alcançarem o valor estipulado inicialmente”.

- Plano CD: “Neste tipo de plano, decide-se o tamanho da contribuição a ser efetuada ao plano, e o benefício do participante é definido no momento da aposentadoria, com base no montante de recursos que o participante tenha contribuído durante o período que trabalhou”.

- Plano CV: “Nesta classificação entram aqueles planos que tem presentes características de ambos os tipos de planos citados acima. Trata-se de uma mistura entre contribuição e benefício definidos”.

<sup>19</sup> Embora tenhamos relatado o que usualmente é adotado como critérios pelos gestores dos fundos de pensão, há casos de planos BD marcando a mercado e de planos CD marcando os ativos pela curva do título.

<sup>20</sup> “Investimentos: um debate cada vez mais relevante”. Texto publicado no Diário dos Fundos de Pensão em 2/jun/2016 (<http://diario.abrapp.org.br/Paginas/Detalhes.aspx?nid=39168>)

<sup>21</sup> Tal característica é comumente conhecida nos mercados internacionais como “Plain Vanilla”, o qual não contempla uma tradução exata para o português.

significou que o preço do contrato não pudesse variar com o tempo, apenas que o fluxo de pagamento (passado e futuro) era constante.

A principal característica de um ativo de renda fixa, e que não acontece com ativos de renda variável, se refere à questão de que, ao se levar o título até o vencimento, a rentabilidade auferida é exatamente aquela pactuada quando da aquisição do mesmo, ainda que em determinado momento entre a data da aquisição do ativo e seu vencimento a taxa de remuneração apresentada seja diferente daquela pactuada (devido à Marcação a Mercado do ativo).

Um exemplo prático se refere a um título prefixado (Letra do Tesouro Nacional) de dois anos (504 dias úteis) adquirido por 10,00% ao ano (preço de R\$ 826,446280). Sabe-se que, no vencimento, o título valerá R\$ 1.000,00. Digamos que ao final do primeiro ano (após 252 dias úteis) o ativo esteja sendo negociado à taxa de rendimento de 11,00% ao ano. Nesse caso, o preço do ativo naquele momento será de R\$ 900,900900. Pode-se perceber, então, que a remuneração do ativo no seu primeiro ano foi de apenas 9,01%, e não de 10,00% como se poderia supor inicialmente. A menor remuneração se deveu ao fato de que a taxa de rendimento do ativo se elevou fazendo com que o preço do título (no critério MTM) ficasse inferior àquele caso a marcação se desse pela curva (MTC), cujo preço seria de R\$ 909,090909 (taxa de rendimento constante de 10,00% ao ano).

Nesse exemplo, digamos que o investidor tenha apenas duas alternativas: i) vender o título pelo preço de R\$ 900,900900, abandonando o investimento com retorno de 9,01% no período; ou ii) manter o título até o vencimento. Nessa segunda alternativa, o investidor receberia o valor de R\$ 1.000,00 no vencimento, fazendo que com o retorno acumulado fosse de 21,00% (sendo 9,01% no primeiro ano e 11,00% no segundo ano<sup>22</sup>).

A mencionada característica dos ativos de renda fixa eventualmente pode levar o investidor a uma tomada de decisão menos adequada, pois, ao se garantir que, mantido até o vencimento, o título irá remunerar o investidor pela taxa originalmente pactuada, é natural que o aplicador do recurso resolva manter o investimento mesmo em situações de risco para não “realizar o prejuízo”.

Entretanto, há casos, mesmo para ativos de renda fixa, em que o melhor seria se desfazer daquele investimento específico e realocar os recursos em outro tipo de ativo, que inclusive pode ser também de renda fixa, porém com outras características.

Um exemplo clássico se refere ao ano de 2013, quando houve forte elevação nas taxas de juros no país e forte perda de valor nos ativos de renda fixa. Digamos que um investidor tenha adquirido, em 2/jan/2013, uma LTN de 3 anos (vencimento em 1/jan/2016) à taxa de 8,2013% ao ano (preço de R\$ 789,409891). Ao final do primeiro semestre de 2013 (28/jun), o título era negociado ao preço de R\$ 772,922465 (taxa de rendimento de 10,7805% ao ano). Ou seja, o investidor teve um prejuízo de 2,09% naquele título durante o período considerado. Obviamente, caso tivesse mantido o ativo até o vencimento, receberia o montante de R\$ 1.000,00 no dia 1/jan/2016 (acumulando um retorno total equivalente a 8,2013% ao ano, conforme pactuado).

---

<sup>22</sup> Todos os cálculos são feitos com juros compostos.  $21\% = [(1+9,01\%)*(1+11,00\%) - 1]$

Porém, o investidor poderia ter se desfeito do título (absorvendo um prejuízo de 2,09%) e aplicado seus recursos em CDI, por exemplo, até 1/jan/2016, com resgate ao final do período do montante de R\$ 1.013,87 (rentabilidade de 11,39% ao ano). Pode-se perceber que o valor final recebido foi superior àquele caso o investidor tivesse mantido o título original em carteira. A rentabilidade final, mesmo considerando o primeiro período em que houve retorno negativo, foi de 8,70% ao ano (contra 8,20% ao ano da aplicação original).

Outra alternativa, caso o investidor acreditasse que o movimento de elevação nas taxas de rendimento dos títulos prefixados fosse passageira, seria a aplicação dos recursos em CDI, porém apenas por determinado período de tempo, até que as taxas de rendimento se estabilizassem. Digamos que os recursos ficariam aplicados somente até o final de 2013 e que no início de 2014 seria retomado o investimento na LTN Jan/16.

O resultado desta operação seria o seguinte:

- Período 1 (2/jan a 28/jun/13): LTN Jan/16 adquirida à taxa de 8,2013% ao ano e vendida à taxa de 10,7805% ao ano → resultado negativo de 2,09% (montante inicial de R\$ 789,409891 e montante final de R\$ 772,922465)

- Período 2 (28/jun/13 a 2/jan/14): CDI → resultado positivo de 4,52% (montante inicial de R\$ 772,922465 e montante final de R\$ 807,843095)

- Período 3 (2/jan/14 a 1/jan/16): LTN Jan/16 adquirida à taxa de 11,7957% ao ano e mantida até o vencimento → resultado positivo de 24,93% (montante inicial de R\$ 807,843095 e montante final de R\$ 1.009,218152)

- A rentabilidade final, mesmo considerando o primeiro período em que houve retorno negativo, foi de 8,53% ao ano (contra 8,20% ao ano da aplicação original).

Pode-se perceber, pelos exemplos reais acima, que em ambos os casos teria sido mais vantajoso ao investidor se desfazer da LTN Jan/16 ao final do primeiro semestre de 2013, mesmo com prejuízo, seja para migração definitiva dos recursos para o CDI ou para migração temporária para o CDI e posterior retomada do investimento original.

É fundamental destacar que nem sempre o melhor a se fazer é a venda de um título de renda fixa em momentos de perda de valor do investimento, porém é de extrema importância que o investidor tenha em mente que a estratégia de se levar este tipo de ativo até seu vencimento independentemente do cenário econômico-financeiro a que se está submetido pode não ser a melhor alternativa, como visto acima.

Nesse sentido, há algumas questões que devem ser consideradas pelo investidor, inclusive no caso de este ser um participante de um fundo de pensão:

- A rentabilidade de um investimento está intrinsecamente associada ao cenário econômico-financeiro (doméstico e mundial);

- Um ativo de renda fixa pode apresentar rentabilidade negativa ao longo do tempo, embora se mantido até o vencimento irá garantir o retorno originalmente contratado;

- Como um ativo de renda fixa pode apresentar rentabilidade diferente daquela originalmente contratada ao longo do seu período de “vida”, é possível que a aquisição de um título com taxa de retorno superior ao *benchmark* estabelecido ainda assim apresente retorno inferior ao mesmo em determinado período de tempo (inferior ao prazo do ativo, necessariamente) – isto pode ser

particularmente verdadeiro em relação às metas anuais da Fundação, pois o período de tempo analisado é sempre de um ano (*benchmark* determinado na Política de Investimentos) enquanto os ativos de renda fixa adquiridos são, em sua grande maioria, marcados a mercado e com prazo superior a um ano, sofrendo os efeitos da MTM (para o bem e para o mal);

- Mesmo que um ativo de renda fixa garanta o retorno originalmente contratado se mantido até o vencimento, ainda assim não significa que seja a melhor estratégia mantê-lo em carteira em quaisquer circunstâncias;

- Nem sempre a aquisição de um ativo com taxa superior ao *benchmark* é a melhor estratégia de investimento, assim como é recomendável em determinadas circunstâncias comprar um ativo com taxa inferior ao *benchmark*. No primeiro caso, se a expectativa for de perda do valor do investimento no curto prazo (por exemplo, com uma expectativa de elevação na taxa de rendimento do título), o ideal seria aguardar o melhor momento para a realização do investimento. Já no segundo caso, se a expectativa for de ganho mais acelerado (com queda na taxa de rendimento do título), pode-se realizar o investimento desde que o título não seja levado ao vencimento, mas sim realizado o lucro em momento oportuno.

- A melhor estratégia a ser adotada para qualquer investimento não está em olhar para o seu retorno passado, mas sim para a perspectiva de retorno futuro, e compará-lo com outras alternativas. A escolha se dará por aquele ativo que apresente a melhor expectativa de relação risco x retorno, mesmo que isso signifique que o investidor se desfaça do ativo originalmente adquirido (tendo lucro ou prejuízo).

### **Benchmark: Gestão Passiva x Ativa**

*Benchmark* nada mais é do que uma rentabilidade que será comparada aos resultados obtidos em seus investimentos<sup>23</sup>. Tradicionalmente, busca-se um índice de referência (*benchmark*) para a comparação desejada. Por exemplo: no segmento de renda variável é bastante usual se adotar o Ibovespa como *benchmark*. Já para a renda fixa, os fundos de investimento costumam usar o CDI como sendo o principal parâmetro. Entretanto, para investimentos de prazos mais longos há outros índices criados pela Anbima (Família IMA: IMA Geral, IRF-M e subdivisões, IMA-B e subdivisões) que são mais adequados.

De acordo com a Magnetis (consultoria de investimentos)<sup>24</sup>, a estratégia de gestão ativa é aquela em que o gestor tem liberdade para fazer a seleção dos ativos que vão compor a carteira de determinado fundo de investimento. Nesse tipo de gestão, a meta é obter rentabilidade superior ao registrado pelo índice de referência, o chamado *benchmark*. Isso significa que o gestor procura no mercado as melhores alternativas de investimento sempre em busca de atingir esse objetivo.

Dentre os fundos de investimentos, os fundos multimercado normalmente possuem gestão ativa, pois combinam investimento em diversos mercados, como juros, câmbio, ações, derivativos, ativos no exterior etc. Conforme a estratégia adotada pelo gestor, essas carteiras podem assumir mais riscos em busca de maior rentabilidade, de modo a superar o índice de referência.

---

<sup>23</sup> <http://blog.bussoladoinvestidor.com.br/bench-mark/>

<sup>24</sup> <https://blog.magnetis.com.br/gestao-ativa-ou-passiva/>

Já em um fundo de ações com gestão ativa, por exemplo, a categoria Ações Livre, o gestor tem liberdade para escolher os papéis que vão compor a carteira e pode mudar a composição a carteira sempre que enxergar oportunidades de maior ganho.

A gestão passiva, por sua vez, não tem como meta ultrapassar o desempenho do *benchmark*. O gestor de um fundo com esse tipo de estratégia busca “replicar” a performance de um índice de referência. Ou seja, a ideia é que a rentabilidade do fundo acompanhe a variação de determinado *benchmark*.

No caso específico da Fundação, o Plano de Gestão Administrativa (PGA) utiliza gestão passiva nos investimentos tendo em vista que o *benchmark* é uma combinação de dois índices de renda fixa: 80% CDI e 20% IMA-B5. Dessa forma, a estratégia adotada é de aplicar os recursos do PGA em fundos de investimento abertos mantendo-se a alocação o mais próxima possível dos percentuais definidos para cada um dos índices (CDI ou IMA-B5) de forma a que o resultado final tenha alta aderência aos indicadores definidos (*benchmark*). A escolha dos índices se balizou no reduzido risco de mercado, tratando-se de instrumentos financeiros pós-fixados atrelados à taxa de juros de um dia e forte correlação positiva com a taxa básica de juros e de títulos de baixa duração. A parcela indexada à inflação tem por objetivo garantir um retorno real adicional para o montante de recursos do PGA que não deverão ser utilizados no curto prazo.

Já para o Plano de Benefícios (PB), adota-se uma gestão ativa nos investimentos, pois o *benchmark* está associado à obtenção de rentabilidade real no longo prazo (IPCA + 4,50% ao ano). O objetivo é que os recursos dos participantes não apenas garantam o poder aquisitivo ao longo do tempo (por isso a utilização do IPCA como parâmetro), mas também seja possível adicionar um retorno acima da inflação (componente prefixado do *benchmark*: 4,50% ao ano), respeitados níveis prudentes de risco. A estratégia é dita ativa pois a gestão dos recursos pode optar por quaisquer ativos dentre aqueles autorizados pelas normas legais (notadamente Resolução CMN 3.792/2009) e pela Política de Investimentos da Fundação (que tradicionalmente é mais restritiva que as normas legais), não se fixando em seguir um determinado índice de referência de mercado, seja de renda fixa ou variável, ou mesmo uma combinação entre eles.

Existe uma discussão intensa tanto no mercado financeiro quanto no meio acadêmico em relação a qual gestão (ativa ou passiva) é a melhor. Nos EUA vários estudos foram efetuados nesse sentido, principalmente para a renda variável (que tem um histórico bem mais longo que a renda fixa), porém as conclusões não são óbvias. De acordo com a Vanguard, uma das maiores gestoras do mundo (com mais de três trilhões de dólares sob gestão), em uma publicação da casa, cita os estudos de Brinson, Hood e Beebower (1986) e Wallick, Shanahan, Tasopoulos e Yoon (2012), que, apesar de realizados em épocas tão distantes, chegaram à mesma conclusão: a metodologia de alocação de recursos entre mercados é responsável por cerca de 88% do resultado de uma carteira. Apenas 12% podem ser atribuídos à gestão (ativa ou passiva) dentro de cada classe, com a existência ou não de *stock-picking* (seleção de ações uma a uma para compor a carteira) e *market-timing* (tentativa de prever os movimentos do mercado)<sup>25</sup>.

Entretanto, uma das questões mais importantes na escolha de um *benchmark* para gestão passiva é exatamente qual o índice de referência mais adequado. Tradicionalmente, utiliza-se o CDI,

---

<sup>25</sup> <https://verios.com.br/blog/gestao-ativa-ou-gestao-passiva-qual-a-melhor/>



que não é o mais adequado para os fundos de pensão que têm uma visão de longo prazo enquanto o CDI reflete a taxa de juros de curtíssimo prazo.

Poder-se-ia, então, fazer uso de um (ou mais) índice de referência da Família IMA desenvolvido pela ANBIMA. Entretanto, nada avalia que a escolha de um determinado *benchmark* seja garantia de que os resultados serão aqueles pretendidos, principalmente em análises de períodos de tempo mais curto. A título de exemplo, vide a tabela a seguir com o histórico de alguns indicadores nos últimos seis anos.

**Tabela Indicadores 2011-2016 (Retorno Nominal)**

	CDI	IRF-M	IMA-B	IMA-Geral	IPCA + 4,50% a.a.	80% CDI + 20% IMA-B5
2011	11,60%	14,45%	15,11%	13,65%	11,29%	12,41%
2012	8,36%	14,30%	26,68%	17,73%	10,59%	10,08%
2013	8,03%	2,61%	-10,02%	-1,42%	10,68%	6,98%
2014	10,81%	11,40%	14,54%	12,36%	11,20%	10,98%
2015	13,24%	7,13%	8,88%	9,32%	15,65%	13,68%
2016	14,00%	23,37%	24,81%	21,00%	11,07%	14,30%
<b>Média (a.a.)</b>	<b>10,98%</b>	<b>12,02%</b>	<b>12,64%</b>	<b>11,87%</b>	<b>11,73%</b>	<b>11,38%</b>
<b>Desvio-Padrão (a.a.)</b>	<b>2,46%</b>	<b>7,11%</b>	<b>13,26%</b>	<b>7,80%</b>	<b>1,93%</b>	<b>2,69%</b>

Fonte: CETIP, ANBIMA, IBGE

Elaboração: DIRIN

Observações:

- IRF-M: índice composto por títulos públicos federais prefixados (LTN e NTN-F)
- IMA-B: índice composto por títulos públicos federais indexados ao IPCA (NTN-B)
- IMA-Geral: índice composto por títulos públicos federais prefixados, indexados ao IPCA e à Taxa Selic (LTN, NTN-F, NTN-B e LFT)
- IMA-B5: subíndice composto por títulos públicos federais indexados ao IPCA com prazo de até 5 anos (NTN-B)

**Tabela Indicadores 2011-2016 (Retorno Real = Retorno Nominal descontado o IPCA<sup>26</sup>)**

	CDI	IRF-M	IMA-B	IMA-Geral	IPCA + 4,50% a.a.	80% CDI + 20% IMA-B5
2011	4,78%	7,47%	8,08%	6,72%	4,50%	5,55%
2012	2,39%	8,00%	19,70%	11,25%	4,50%	4,02%
2013	2,01%	-3,12%	-15,04%	-6,93%	4,50%	1,01%
2014	4,14%	4,69%	7,64%	5,59%	4,50%	4,29%
2015	2,32%	-3,20%	-1,62%	-1,22%	4,50%	2,72%
2016	7,25%	16,07%	17,42%	13,83%	4,50%	7,53%
<b>Média (a.a.)</b>	<b>3,80%</b>	<b>4,77%</b>	<b>5,35%</b>	<b>4,63%</b>	<b>4,50%</b>	<b>4,17%</b>
<b>Desvio-Padrão (a.a.)</b>	<b>2,02%</b>	<b>7,36%</b>	<b>12,85%</b>	<b>7,76%</b>	<b>0,00%</b>	<b>2,25%</b>

Fonte: CETIP, ANBIMA, IBGE

Elaboração: DIRIN

Pode-se depreender que, na média, alocações em títulos de renda fixa de maior risco (prazo mais longo, prefixados ou indexados a preços) apresentaram maior retorno comparativamente aos de prazo mais curto, embora também com maior dispersão de rentabilidades ao longo do período analisado. Especificamente em relação aos índices de referência adotados atualmente pelo PB (IPCA + 4,50% ao ano) e PGA (80% CDI + 20% IMA-B5), os retornos médios do *benchmark* PB foram superiores aos do PGA.

<sup>26</sup> Cálculo efetuado por juros compostos

Entretanto, ao se analisar um determinado ano específico, pode-se obter informações completamente diferentes. Os anos de 2012 e 2013 são exemplos clássicos, pois enquanto no primeiro período os títulos de renda fixa mais arriscados apresentaram retornos bastante elevados, no ano seguinte chegaram a apresentar rentabilidade negativa (vide IRF-M, IMA-B e IMA-Geral). Assim, uma gestão passiva com aderência elevada ao *benchmark* teria sido uma ótima alternativa em 2012 e uma péssima opção no ano seguinte. E mesma observação pode ser feita em relação aos anos de 2015 e 2016, porém com movimentos inversos (o primeiro ano bastante ruim para os investimentos arriscados e o ano seguinte apresentando forte recuperação).

Essa variação nas rentabilidades dos índices ao longo do tempo foi um dos motivos para que a Fundação deixasse de utilizar uma gestão passiva para a aplicação dos recursos do Plano de Benefícios (adotada em 2013 e 2014) e optasse pela escolha de um *benchmark* diretamente ligado ao IPCA a partir de 2015, com a adoção de uma estratégia ativa para os investimentos.

Não apenas tal indicador nos parece o mais adequado para investimentos de longo prazo, como mencionado anteriormente, como também apresenta uma menor dispersão de resultados ao longo do tempo (e quando se analisa sob a ótica da rentabilidade real, a dispersão é zero caso a aderência da carteira de investimentos ao *benchmark* seja perfeita).

Contudo, há dois pontos importantes que devem ser destacados: i) aderência ao *benchmark*; e ii) excesso de retorno em relação ao *benchmark*.

Em relação ao primeiro ponto, vale destacar que não é uma tarefa simples a aderência a um *benchmark* atrelado ao IPCA, não por conta dos ativos com este indexador, mas devido à questão da Marcação a Mercado (MTM) descrita anteriormente. Assim, mesmo que seja possível adquirir um ou mais títulos com taxas de retorno iguais ou próximas àquela do índice de referência, ainda assim não é garantido que ao final do período de análise (no caso da Fundação é sempre o ano civil) o *benchmark* seja atingido, algo que será verdadeiro apenas se o título for contabilizado pelo critério de Marcação pela Curva (MTC)<sup>27</sup>.

Essa dificuldade de maior aderência ao *benchmark* não deve ser vista como um impeditivo para a gestão ativa, mas apenas como uma característica do tipo de índice de referência escolhido.

No caso do segundo ponto, a gestão ativa tem total condição de gerar retornos adicionais em relação ao *benchmark* sempre que as condições econômico-financeiras permitirem e os limites de risco sejam observados, algo que efetivamente ocorreu com os investimentos do Plano de Benefícios em 2016 (retorno do PB de 14,03% ante *benchmark* de 10,82%, ambos os indicadores já deduzidos dos custos dos investimentos<sup>28</sup>).

Outra questão relevante a ser tratada se refere ao *benchmark* adotado, seja ele com vistas a uma gestão ativa ou passiva, e a comparabilidade dos retornos a partir de estratégias diversas.

---

<sup>27</sup> O que se verifica apenas para a parcela do FCBE do Plano de Benefícios (que representa um pouco menos de 15% do patrimônio total do PB).

<sup>28</sup> Em termos reais (acima do IPCA), o retorno real do PB alcançou 7,29% ante *benchmark* de 4,26%.



A escolha de um índice de referência implica em que o gestor deverá segui-lo (gestão passiva) ou tentar superá-lo (gestão ativa). No caso específico da gestão passiva, busca-se a maior aderência possível ao benchmark. Já a gestão ativa poderá utilizar o *benchmark* como referência (se for um índice de mercado, já que pode ser replicado: IMA-B, por exemplo), porém adotando estratégias com vistas a gerar um retorno adicional em relação à meta. Tais estratégias podem ser por meio de mudança na composição da carteira a partir dos mesmos ativos que compõem o *benchmark* ou mesmo utilizando-se de outros ativos que não compõem o índice de mercado original.

No caso específico do Plano de Benefícios, o *benchmark* adotado não tem um índice de mercado que possa ser replicado, dando maior autonomia para a escolha dos ativos que irão compor a carteira de investimentos.

Entretanto, independentemente de haver ou não a possibilidade de replicação de um índice de referência, *benchmarks* diferentes levam a estratégias de investimentos diversas e que buscam, cada qual, atingir um objetivo específico. Nesse sentido, não faz sentido efetuar comparações entre gestões cujos objetivos são distintos. Deve-se, por outro lado, analisar a performance do gestor comparativamente ao *benchmark* perseguido e se o objetivo foi alcançado ou não dentro dos parâmetros de risco estabelecidos.

Um exemplo de como o viés comparativo acaba por levar a conclusões equivocadas pode ser visto para o ano de 2016. No caso do Plano de Benefícios, o *benchmark* de IPCA + 4,50% ao ano foi equivalente a 10,82% ao ano em rentabilidade nominal, já com a dedução dos custos dos investimentos. Já o retorno efetivamente alcançado na gestão dos investimentos do PB foi de 14,03%, já líquido de custos. Ou seja, a rentabilidade auferida foi bastante superior à meta estabelecida. Apesar disso, tal retorno foi inferior àquele obtido pelo PGA: 14,08%<sup>29</sup>. Entretanto, se o *benchmark* do PB também fosse atrelado aos mesmos índices do PGA, certamente a estratégia de investimentos seria completamente diferente daquela efetivamente adotada e, fatalmente, geraria retornos diversos daqueles obtidos. Por isso não há que se efetuar tal tipo de comparação.

Em resumo, temos o seguinte:

- Na gestão ativa, a meta é obter rentabilidade superior ao registrado pelo índice de referência, o chamado *benchmark*.
- Na gestão passiva, o objetivo é obter rentabilidade igual à do *benchmark* (aderência perfeita).
- Não há que se afirmar que uma gestão (ativa ou passiva) é superior a outra, pois adotam estratégias distintas para objetivos distintos.
- A escolha de determinado *benchmark* passivo, mesmo se alcançado, por si só não garante que o resultado final seja bom, podendo inclusive ser negativo em determinado período de tempo.
- O Plano de Benefícios (PB) adotou uma gestão ativa nos investimentos com o objetivo de garantir não apenas o poder aquisitivo dos recursos investidos ao longo do tempo, mas também adicionar um retorno acima da inflação, respeitados níveis prudentes de risco.
- Em uma gestão de investimentos, não é possível atender a dois mestres (*benchmarks*) simultaneamente, ou seja, independentemente de qual o tipo de gestão, deve-se perseguir ou tentar superar (gestão passiva ou ativa, respectivamente) somente aquele único *benchmark* adotado.

---

<sup>29</sup> Que também superou o *benchmark* tendo em vista que o retorno de 14,08% é líquido de custos enquanto o *benchmark* líquido de custos foi equivalente a 13,95% no período.