

TÓPICO ESPECIAL

Investimentos de Longo Prazo em um Cenário de Volatilidade

A economia mundial vem passando por momentos bastante turbulentos nas últimas semanas por conta do alastramento do Coronavírus, inicialmente detectado na China, para diversos outros países, principalmente Coreia do Sul, Itália e Japão.

Especificamente na economia real, as cadeias de suprimento de diversos setores foram afetadas pela falta de insumos, além de impactos mais significativos, até o momento, no segmento de turismo e lazer. O efeito será um crescimento econômico global mais reduzido e até mesmo negativo em alguns países no primeiro semestre deste ano. Não à toa, os analistas econômicos vêm reduzindo suas previsões para o PIB mundial em 2020, o que também afeta o Brasil, cuja expectativa de crescimento se deslocou da faixa de 2,0% a 2,5% para patamar entre 1,0% e 2,0%.

Já em relação aos ativos financeiros, o impacto também foi bastante significativo, com forte deslocamento de posições em investimentos mais arriscados (renda variável, mercados emergentes, entre outros) para aqueles mais conservadores (títulos do Tesouro dos EUA, por exemplo).

Os efeitos mais intensos têm sido verificados no segmento de Renda Variável, tanto no exterior quanto no Brasil – o Ibovespa recuou 8,4% em fevereiro de 2020, assim como o S&P 500 (-8,4%), Euro Stoxx (-8,6%) e Nikkei (-8,9%). Além disso, as moedas de países emergentes também apresentaram forte desvalorização nas últimas semanas, sendo que o Real (BRL) apresentou queda de 4,3% frente ao Dólar dos EUA (USD) no mês em análise.

Os principais bancos centrais do mundo já informaram que atuarão de maneira a amortecer o impacto negativo sobre o crescimento nos respectivos países e regiões, seja por meio da redução da taxa básica de juros, ou via retomada/elevação na política de compra de ativos financeiros (*Quantitative Easing* – QE).

Nesse momento de alta instabilidade, é natural que os investidores se questionem acerca das melhores atitudes a serem tomadas quanto a seus investimentos, principalmente se seria o caso de se desfazerem de suas posições.

Importante notar que, em sua maioria, analistas e assessores econômicos indicam que nesses momentos extremos de turbulência a melhor alternativa é não fazer nada até que o cenário fique menos nebuloso. Ou seja, que é importante manter o “sangue frio”, absorver o impacto das perdas recentes e deixar para tomar a melhor decisão posteriormente, e não no “calor do momento”.

Obviamente, há casos em que um rebalanceamento total ou parcial do portfólio de investimentos pode se mostrar mais eficiente, porém as decisões devem ser tomadas a partir de análises profundas e com objetivos específicos, seja para reduzir o risco dos investimentos ou até mesmo para elevá-lo com vistas a se adquirir ativos com preços mais baixos – algo que os investidores mais arrojados e com maior vivência neste tipo de ambiente costumam fazer.

Adicionalmente, é importante analisar o cenário futuro e o que mudou em relação àquilo que se esperava há pouco tempo. Se a visão estrutural permanece a mesma ou com pouca

variação, e entenda-se estrutural como algo a médio e longo prazos, então não há porque se desfazer de investimentos de maneira precipitada, “realizando o prejuízo”, por conta de algo que eventualmente pode ser momentâneo, mesmo que no presente a perda exista e o horizonte de visão se encontre ainda nublado. Porém, se a análise indicar que o cenário estrutural futuro realmente foi alterado, então que sejam efetuadas as operações necessárias com o objetivo de ajustar o portfólio à nova “realidade” projetada.

Essa visão sobre a necessidade de ponderação é compartilhada pela Funpresp-Jud, não apenas porque tem se mostrado sábia ao longo do tempo, mas também porque o horizonte de investimentos da Fundação é de longo prazo tendo em vista seu caráter previdenciário.

Isso não significa que eventuais medidas pontuais não possam ser adotadas, como no caso do acionamento do mecanismo de *stop loss* a que a Fundação está sujeita. Ainda assim, o volume de investimentos que serão desfeitos neste momento é pequeno quando comparado à carteira total e a medida será aquela suficiente apenas para se readequar o nível de risco de mercado à situação atual.

Uma análise mais pormenorizada dos investimentos da Fundação demonstra que o nível atual de risco dos investimentos do Plano de Benefícios ainda é relativamente reduzido se comparado às Entidades Fechadas de Previdência Privada, conhecidas genericamente como fundos de pensão.

Os recursos do Plano de Benefícios da Funpresp-Jud, ao final de fevereiro de 2020, encontravam-se assim distribuído: 69,6% em Renda Fixa, 14,9% em Renda Variável, 8,0% em Estruturados (Multimercados) e 7,5% em Investimentos no Exterior. E mesmo a parcela de Renda Variável, cujo retorno encontra-se negativo no ano (até o final de fevereiro), obteve rentabilidade superior ao seu *benchmark* (-6,92% contra -9,92% do Índice Bovespa) principalmente por conta das estruturas de proteção adquiridas na segunda quinzena de janeiro de 2020 diretamente pela Fundação, por meio do fundo de investimento exclusivo Funpresp-Jud Athena FIM¹⁵, as quais reduziram parcialmente o risco exposto neste segmento.

Ainda assim, este nível de risco é mais elevado do que aquele verificado para as pessoas físicas em geral na gestão dos seus investimentos. Há algumas explicações para este fato, sendo duas as principais: i) o horizonte de investimentos da Fundação é de longo prazo, diferentemente daquele da maioria das pessoas físicas; ii) por conta da elevada rentabilidade real dos títulos de Renda Fixa até pouco tempo atrás, as pessoas físicas naturalmente se acostumaram com altos retornos e baixo risco (volatilidade) em seus investimentos no passado, sendo que poucos efetivamente migraram para ativos mais arriscados (Renda Variável, por exemplo) em busca de melhores retornos, algo que deverá ocorrer de maneira mais sistemática ao longo do tempo.

Vale notar que há teorias de investimentos para pessoas físicas que indicam que as aplicações financeiras devem ser distribuídas em três “caixinhas” distintas: curto prazo, médio prazo e longo prazo. Quanto (qual percentual do patrimônio) deverá ser alocado em cada caixinha depende de cada investidor (objetivo do investimento, apetite a risco, volume de recursos, entre outras especificidades individuais).

No curto prazo encontram-se os recursos destinados a gastos dentro do período de 1 ano, além de uma reserva para emergências (estima-se essa reserva em torno de 6 meses de despesas

¹⁵ O detalhamento dessas operações se encontra no Relatório de Investimentos Janeiro/2020.

da pessoa ou família). Tradicionalmente, o tipo de investimento mais indicado neste caso é a Renda Fixa de baixo risco, independentemente do perfil do investidor (mesmo que ele tenha perfil mais arrojado).

No médio prazo são alocados recursos para despesas a partir de 1 ano podendo chegar a 10 ou mesmo 15 anos, tais como: aquisição/troca de imóvel ou veículo, reserva para pagamento de faculdade ou curso de valor elevado, entre outros. Neste caso, há necessidade de se adequar os investimentos ao perfil do investidor, embora seja possível haver diversificação suficiente nas diversas classes de ativos mesmo para investidores de perfil conservador.

Finalmente, no longo prazo são alocados recursos para usufruto para além de 15 anos, notadamente destinados ao gozo de aposentadoria. O tipo de investimento é bastante diversificado, de médio a alto risco, porém reduzindo-se o nível de risco à medida que a data da aposentadoria se aproxima¹⁶. E é nesta “caixinha” que se encontram os investimentos efetuados pela Funpresp-Jud, e que não devem ser confundidos com (nem tratados como) aplicações destinadas nem ao curto prazo e nem ao médio prazo.

Em janeiro deste ano, a Funpresp-Jud divulgou a Carta de Investimentos aos Participantes referente ao ano de 2019. O documento demonstrou os resultados obtidos durante o ano em questão, apresentou a análise do cenário macroeconômico e o comportamento dos mercados financeiros no ano passado. Entretanto, de suma importância foi o alerta emitido sobre o novo cenário macroeconômico no país, pois as antigas estratégias de investimentos deixaram de ser válidas e um maior nível de risco deverá ser adotado para que seja possível obter uma rentabilidade compatível com o esperado.

Replicamos, na íntegra, a parte final do texto da referida Carta:

Em resumo, o novo cenário macroeconômico mostra-se bastante desafiador para os gestores de investimentos. Estratégias antigas deixaram de ser válidas e um maior nível de risco deverá ser adotado para que se mantenha uma rentabilidade compatível com o esperado. Obviamente, essa elevação no nível de risco dos investimentos da Fundação vem se dando de maneira gradual, porém o processo deverá ser acelerado nos próximos meses e anos.

A equipe de investimentos da Funpresp-Jud está pronta para essas mudanças e tem sido plenamente capaz de realizá-las, conservando elevados padrões de governança e excelente relação de risco x retorno aos nossos participantes. Mas é fato que novos tempos demandam novas atitudes, e estas implicam em menos conforto para aqueles investidores habitualmente acostumados com ganhos elevados com baixos níveis de risco.

¹⁶ Teoria do Ciclo de Vida (Franco Modigliani e Richard Brumberg, com aprimoramentos efetuados por Bodie, Merton e Samuelson). A teoria é baseada na ideia de que os indivíduos fazem escolhas racionais acerca de quanto consumir a cada idade, tendo como restrição apenas os recursos disponíveis durante o ciclo de suas vidas. No contexto da previdência, os modelos ciclo de vida, como sugere o nome, acompanham o ciclo de vida financeiro do participante. A ideia central desses modelos, que são uma alternativa criada para os perfis de investimentos tradicionais, não é maximizar o retorno esperado do perfil, mas ajustar automaticamente o risco incorrido de acordo com a fase de vida do participante, uma vez que o risco está ligado ao conceito de horizonte de tempo. Ainda, a carteira de ativos do participante jovem é pequena, e vai aumentando à medida que ele envelhece e acumula patrimônio. Por essa perspectiva, seria aconselhável ao participante investir em ativos mais arriscados quando jovem, reduzindo para ativos menos arriscados com o avançar da idade. Dessa forma, uma forma de rebalancear o risco global e mitigar o risco associado ao capital humano ao longo do tempo é por meio da redução do risco da carteira de ativos.

Trazendo para os dias atuais as considerações constantes na última Carta de Investimentos aos Participantes, tem-se que o aumento da participação da alocação de Renda Variável (10,5% em dez/2019 para 14,9% em fev/2020), como não poderia deixar de ser, foi acompanhado pelo aumento de risco de nosso portfólio (a Volatilidade¹⁷ passou de 2,60% em dez/2019 para 3,69% em fev/2020). Necessário salientar que tanto o aumento da exposição em Renda Variável quanto a elevação do risco total da carteira de investimentos se dão de acordo com a estratégia de longo prazo traçada na Política de Investimentos 2020-2024, analisada e aprovada ainda em 2019 por todas as instâncias da Fundação responsáveis pelos investimentos: Comitê de Investimentos, Diretoria Executiva e Conselho Deliberativo.

De fato, ainda que distantes dos limites autorizados (11,50% para a Volatilidade), a nova composição dos investimentos, com maior participação de Renda Variável, já traz uma realidade diferente no que concerne aos resultados de curto prazo do Plano de Benefícios, como é possível verificar neste Relatório de Investimentos Fev/2020, o aumento nos níveis de risco dos investimentos (vide item 3.3).

Nesse sentido, mesmo sem conhecimento aprofundado de investimentos, percebe-se que, diferentemente do que acontecia até poucos meses atrás, a atual Carteira de Investimentos do Plano de Benefícios é mais arriscada e irá oscilar de maneira mais acentuada diante das intempéries do mercado. Esse é o efeito colateral por se buscar a maior rentabilidade em um ambiente de taxas de juros reduzidas e sob uma realidade mais desafiadora e mais turbulenta como a do atual momento.

Entretanto, não enfrentar essa nova realidade significa tão somente negligenciar o momento pelo qual o país atravessa, e também o mundo, tal qual um competidor que desiste do jogo antes dele sequer começar. O que deve ser feito, e o que de fato é praticado pela Fundação com bastante cuidado e atenção, é aprofundar as análises dos cenários econômico, financeiro e político com vistas a se operar esse novo “normal” (baixas taxas de juros por tempo prolongado) em busca de melhores rentabilidades para os participantes, porém da maneira mais consistente e segura possível.

Isso não quer dizer, como já mencionado anteriormente, que ajustes de posições não possam ocorrer caso mudanças estruturais de longo prazo sejam identificadas ou os níveis de risco extrapolem aqueles previstos na estratégia desenhada.

Dito isso, podemos passar a uma análise pormenorizada das alocações em Renda Variável da Fundação nesse momento e os impactos sofridos. Do patrimônio atual de R\$ 792,9 milhões no Plano de Benefícios, 14,9% estão alocados em Renda Variável, sendo 8,7% por meio de fundos de investimentos abertos com foco em Dividendos (Subgrupo 1A) e Ações Livre/Valor/Crescimento (Subgrupo 1B). Esses fundos se caracterizam pela busca, no médio e longo prazos, de um retorno superior ao Índice Bovespa (Ibovespa), porém com exposição menor ao risco de mercado.

De fato, desde o primeiro aporte, a rentabilidade média obtida pelos fundos de investimento em ações selecionados pela Fundação apresenta retorno superior ao Ibovespa com menor nível de risco. Isso explica, em parte, o resultado superior do segmento de Renda Variável do Plano de Benefícios comparativamente ao seu *benchmark*¹⁸ (36,57% contra 31,58% em 2019 e -6,92% contra -9,92% no acumulado de 2020). Além disso, denota o sucesso, até o momento, dos critérios de

¹⁷ Volatilidade Anualizada na Ponta com base nos retornos diários.

¹⁸ Ibovespa.

seleção dos investimentos da Funpresp-Jud em que se privilegia gestores com resultados consistentes de médio e longo prazos para os referidos fundos de investimento¹⁹.

Necessário pontuar, adicionalmente, que parte relevante da alocação em Renda Variável do Plano de Benefícios se faz por meio do fundo de investimento exclusivo com gestão própria da Fundação: Funpresp-Jud Athena FIM. Essa exposição, em fevereiro de 2020, era de aproximadamente 6,3% do patrimônio do referido Plano. Escolheu-se uma alocação passiva em Ibovespa, ou seja, com objetivo inicial de se obter rentabilidade igual à variação do citado Índice.

Entretanto, primando pela busca da melhor relação risco x retorno nos investimentos, a Funpresp-Jud passou a utilizar estratégias para otimizar o resultado desses investimentos. Tal estratégia, executada por meio do uso de estruturas de opções de Renda Variável²⁰, foi executada com o objetivo de amenizar um possível resultado negativo em caso de queda e otimizar o resultado positivo em caso de elevação nos preços dos ativos deste mercado. Acrescenta-se que, para sua operacionalização, a Funpresp-Jud obteve fluxo positivo de recursos (recebimento líquido de prêmio na estrutura de opções utilizada). De fato, tal estratégia se mostrou eficaz, já que a parcela da Renda variável detida pelo Funpresp-Jud Athena Fim obteve resultado de -7,14%, diante de uma queda de 9,92% do Ibovespa, ambos os resultados em 2020.

Importante ressaltar que toda e qualquer alocação de recursos, sempre precedida das necessárias análises, é efetivada com expectativa de retornos positivos. Salienta-se que, apesar da forte queda dos preços que estamos observando no curto prazo, essa ainda é a expectativa para os atuais investimentos de Renda Variável. E, em se mantendo a visão de longo prazo, esperamos a recuperação nos preços dos diversos ativos financeiros nos quais a Fundação investe seus recursos, assim como a volta dos retornos positivos dos investimentos tão logo a turbulência atual seja superada.

Neste momento, fica uma pergunta no ar: “Mas o que esperar do futuro”? Para responder a essa questão é necessário recorrer ao nosso contexto e motivos. Faz-se necessário, então, fazer uma pergunta anterior: “Por que a Funpresp-Jud resolveu alocar recursos dos participantes em Renda Variável”?

Nosso leitor recorrente certamente se lembrará dos diversos relatórios de investimentos de 2019 que contêm a motivação básica e estrutural para as alocações no segmento de Renda Variável, quais sejam:

- i. Melhora do ambiente de negócios em decorrência da diminuição de incertezas fiscais e jurídicas com impacto positivo no otimismo dos agentes;
- ii. Alavancagem operacional das empresas;
- iii. Alavancagem financeira das empresas;
- iv. Melhora no fluxo de negócios com abertura comercial brasileira.

Dessa forma, a pergunta mais importante a ser respondida neste momento seria: “As condições citadas acima sofreram mudanças estruturais relevantes”?

¹⁹ Neste momento, está em andamento novo processo de seleção de fundos de investimentos abertos com critérios aprimorados, reforçando a procura da melhor relação risco x retorno de nossas alocações nos diversos segmentos de atuação (Renda Fixa, Renda Variável, Estruturados Multimercados e Exterior).

²⁰ Maiores detalhes podem ser obtidos no Relatório de Investimentos de Janeiro/2020.

De imediato nossa resposta é: “Não”. A seguir detalhamos nossa análise de cada condição citada anteriormente.

A melhora do ambiente de negócios (condição “i”) é dependente não somente de fatores internos. A situação fiscal do país ainda inspira cuidados, apesar dos recentes avanços. As projeções para a Dívida Bruta do país melhoraram nos últimos meses, a redução nas taxas de juros vem gerando diminuição no pagamento de juros sobre a dívida pública e a consequente melhoria no resultado nominal do Governo que ocorre de maneira mais significativa que a melhoria do resultado primário. Entretanto, para que esta trajetória continue na direção correta, há necessidade de se perseverar nas reformas estruturais (administrativa, tributária, por exemplo), as quais dependem de uma articulação mais eficiente entre os poderes Executivo e Legislativo. Porém, é fato também que a percepção da necessidade de tais reformas encontra ambiente de discussão que poucas vezes foi visto anteriormente, seja nos poderes constituídos, seja na população em geral. E a crise ora vivida, inclusive, reforça a percepção dos agentes políticos acerca da necessidade premente de agilizar as referidas reformas como forma de ajudar a combater os efeitos da conjuntura econômica adversa. Nesse sentido, é possível até que a crise atual ajude na efetivação da referida tese de investimento.

A alavancagem operacional e financeira das empresas (condições “ii” e “iii”) mantêm o tom positivo para a atividade empresarial. A recente crise econômica que levou o país à pior recessão de sua história (a qual ainda tentamos superar) fez das empresas que sobreviveram instituições mais fortes, mais adaptáveis a condições extremas e, principalmente, com escalabilidade tal de seus negócios que possibilitam expansão mais que proporcional de lucros diante de um aumento da demanda de seus produtos, já que sua capacidade ociosa ainda se mantém elevada. Soma-se a isso o ambiente de baixas taxas de juros que incentivam os novos investimentos. O movimento de diminuição adicional de taxa básica de juros adotado pelos bancos centrais ao redor do mundo como forma de combate dos efeitos da atual crise reforça as condições de baixos custos para novos investimentos, com perspectiva de perdurarem durante longo tempo, trazendo importantes oportunidades em uma economia com investimentos reduzidos como a brasileira, desde que, é óbvio, desafios como a melhora do ambiente de negócios e o controle fiscal do país continuem sendo devidamente endereçados.

Finalmente, não há motivos para achar que a maior abertura comercial brasileira seja frustrada no médio e longo prazo (condição “iv”). A inserção da economia doméstica no cenário de comércio internacional tem o potencial para ser transformacional para o país, já que atualmente nossa participação é irrisória. Partindo de uma base tão pequena, qualquer aumento marginal de nossa inserção no comércio internacional se mostra significativo. É verdade que diante de um mundo afetado pelo Coronavírus, com diminuição do crescimento mundial projetado, bem como de transações entre economias, é de se esperar que a condição “iv” de nossa tese de investimentos seja a mais atingida e fragilizada. Porém, como o país é tão pouco inserido na economia mundial, ainda que diante de uma queda no PIB global, se o Brasil caminhar para uma maior globalização de sua economia, poderá neutralizar ou até mesmo ver sua economia interna ser positivamente afetada no médio e longo prazos.

Portanto, nossa resposta mais completa para o questionamento é: “Não, as condições iniciais de nossa tese de Investimentos em Renda variável não sofreram mudanças estruturais relevantes de médio e longo prazos, embora tenham sido afetadas pelo cenário de curto prazo e alguns de seus efeitos tenham sido reduzidos. Entendemos que, neste momento, tenha se alterado a velocidade do caminhar, porém acreditamos que a direção está mantida”.

Sendo assim, até que essa leitura do cenário econômico se altere, não modificaremos a estratégia de maior diversificação dos investimentos do Plano de Benefícios, inclusive com a elevação da alocação em Renda Variável, sempre respeitando os limites prudentes de risco, com o objetivo de elevar a rentabilidade (e a melhor relação risco x retorno).

Entretanto, vale destacar que, enquanto o cenário econômico permanecer instável e nebuloso, a Funpresp-Jud manterá o posicionamento de interromper a estratégia principal citada, inclusive podendo reduzir pontualmente os níveis de risco assumidos, aguardando momento mais adequado para retomar a maior diversificação dos investimentos.

Finalmente, é extremamente importante ressaltar o fato de que os participantes da Funpresp-Jud se encontram em fase de acumulação de recursos para a aposentadoria. Nesse sentido, durante período de tempo significativo haverá entrada líquida de recursos no Plano de Benefícios (e conseqüentemente elevação no saldo de conta dos participantes). Dessa forma, mantém-se a oportunidade ímpar de fluxo recorrente de recursos a serem alocados em diversos segmentos, inclusive em Renda Variável, a preços ainda mais vantajosos do que aqueles vistos nas últimas semanas.

Nesse sentido, do ponto de vista do investidor de longo prazo, a recente turbulência nos mercados financeiros nada mais é do que uma ótima oportunidade para incrementar seu portfólio de investimentos. Porém, há que se analisar com cautela o melhor momento para se fazer tal movimento, afinal o cenário econômico permanece bastante nebuloso e desafiador.

Assim, por mais difícil que seja manter o “sangue frio” no momento atual, em que há forte queda no saldo de seus investimentos no curto prazo, a melhor alternativa é aguardar o final da turbulência e estar pronto para realizar investimentos em condições de preço bastante melhores.

Como demonstrado pelos dados apresentados nesse Relatório, se não estamos imunes aos resultados negativos de curto prazo, temos conseguido amenizar seus impactos. Temos também a convicção de que melhores oportunidades de investimentos surgirão em momento oportuno e será possível seguirmos firmes nas estratégias traçadas de médio e longo prazo, no melhor interesse de nossos participantes.

O mundo mudou e é preciso enfrentar essa nova realidade. As taxas de juros dos ativos de Renda Fixa deverão permanecer em patamar reduzido ainda por um bom tempo. Mantém-se, portanto, a necessidade de diversificação de investimentos e a conseqüente assunção de maiores riscos para gerar rentabilidades compatíveis. E esse mundo de maiores riscos é acompanhado, de tempos em tempos, por movimentos extremos de otimismo e também de pessimismo. Não sejamos contaminados pela euforia dos excessos de otimismo, mas também não sejamos capturados pelo abatimento do pessimismo. A virtude está no equilíbrio.