

Apesar do ano difícil, não há motivo para alarme

POR DÉBORA DINIZ

*Embora 2013
tenha sido um
ano desafiador, a
indústria de fundos
de pensão acumula
ótimos resultados
nos últimos dez anos.*

Os fundos de pensão brasileiros não vão conseguir bater a meta atuarial de 5,75% em 2013. O quadro é reflexo de uma conjuntura econômica desfavorável, principalmente em função da abertura dos juros, agravado por fenômenos externos e internos que incluem até o mais comentado no mercado: o colapso das empresas do Grupo EBX, do onipresente Eike Batista. Apesar do ano ruim, os gestores são unânimes em afirmar que, diante do perfil de longo prazo da Previdência Complementar, não há motivo para alarme.

Na média, favorecido pelo bom desempenho da Renda Fixa, quase todas as entidades acumularam sucessivos resultados superiores à meta até o passado recente. “É importante lembrar que somos investidores de longo prazo. É um ano difícil, mas dentro de um histórico, o resultado, em geral, foi muito bom para a indústria por pelo menos dez anos”, ressalta Jorge Simino, diretor de Investimentos da Funcesp e membro da Comissão Técnica Nacional (CTN) de Investimentos da Abrapp.

Mas o dirigente não minimiza a atual conjuntura. “Tranquilamente, digo que este é o mais difícil dos últimos doze anos. O padrão de oscilação na renda fixa foi realmente impressionante. Não vamos conseguir bater a meta atuarial (IGPDI+5,3%). Ainda não dá para saber o tamanho da diferença, mas deve ser significativo”, antecipa.

O gestor destaca que as taxas dos papéis chegaram a melhorar em setembro e outubro, mas o resultado fiscal anunciado no dia 1º de novembro devolveu praticamente todo o ganho de dois meses em um único dia. Em uma análise do histórico recente, lembra da crise de 2008 e 2009, quando o Brasil tinha acabado de alcançar o *investment grade*. “Se olharmos o desempenho da renda fixa, foi muito positivo, embora tenha havido impacto na renda variável. O que caracteriza 2013 *vis a vis* outros períodos é o tamanho da oscilação das taxas na classe do ativo renda fixa.”

Outro aspecto a considerar na análise do quadro atual é a conjuntura externa. “Vale reforçar a entrevista do Ben Bernanke (presidente do *Federal Reserve Bank*, o Banco Central estadunidense), sinalizando que ia parar a recompra de títulos, uma informação recebida negativamente pelo mercado. Mas o que contribuiu, definitivamente, foi a percepção interna não tão favorável quanto à que se tinha em 2008 e 2009”, avalia Simino.

Uma análise bem semelhante é à de Carlos Alberto Cardoso Moreira, diretor de Investimentos e Finanças da Sistel e também membro da CTN de Investimentos da Abrapp. “A velocidade e magnitude da abertura das taxas de juros foram maiores do que poderíamos imaginar. Além disso, tivemos a insegurança do mercado em relação ao ‘Grupo X’ duran-

te uns três a quatro meses. Pesou aquela dúvida sobre o que iria acontecer e qual o impacto disso. Outro ponto relevante que também contribuiu diretamente com o resultado foi a sinalização do FED de que daria uma parada na recompra dos títulos.”

Moreira ressalta uma peculiaridade da Sistel que agravou ainda mais o desempenho do fundo. “No nosso caso, especificamente, a situação é um pouquinho pior, da mesma forma que em 2012 foi um pouquinho melhor. Todos os nossos ativos são marcados a mercado. Houve um impacto bastante ruim em 2013 e nosso consolidado foi de -4%. Estamos pior que a média do mercado fundamentalmente por isso. Individualmente, a renda variável não está ruim: até setembro, o Ibovespa tinha caído em torno de 10% e o nosso consolidado estava em até 5% positivo. Na renda fixa, porém, onde temos a maior parte dos nossos recursos, estamos caindo 7%”, ressalta.

Mas o diretor da Sistel faz uma ressalva importante. Apesar de um ano difícil, não houve nenhum impacto ocasionado por quebra de gestão financeira ou *default* de títulos privados na fundação. “Nosso investimento no Grupo EBX era quase zero, não tivemos impacto. Temos títulos públicos nas nossas carteiras e o momento para aquisição de novos títulos é favorável. Hoje, 70% dos nossos ativos estão alocados acima de 2014.”

Sob esse aspecto, 2013 pode ser visto como um ano de oportunidades. “Para o nosso estoque, a abertura de juros foi prejudicial, porque não realizamos, mas nos deu a oportunidade de aquisição de títulos do governo, com custo baixo, para melhorar nossa *performance*”, diz Moreira.

Diretor de Investimentos da Valia e também membro da CTN da Abrapp, Maurício Wanderley reconhece as dificuldades da atual conjuntura, mas também não deixa de olhá-las sob o prisma da oportunidade. “É um ano que não nos assusta pelo ano em si, pois já passamos por outros na última década não tão bons, e que abre oportunidade para os fundos de pensão em alguns ativos. Juros é uma boa oportunidade de compra”, destaca.

A entidade também não deve bater o índice de rentabilidade, mas o gestor defende que a meta atu-

Em 2014, os gestores anseiam por uma política fiscal mais regulada, a manutenção do câmbio e a retomada da eficiência para que o Brasil possa ganhar competitividade internacional.

arial ano a ano não é a melhor visão de um fundo de pensão. “Para *private equity* e renda variável, olhar no curto prazo não é a melhor forma. Temos que olhar para o resultado com uma janela de tempo maior”, ensina.

O futuro ideal

É cedo para fazer previsões sobre o comportamento do mercado em 2014, mas algumas medidas são esperadas como forma de alívio. A primeira delas é que o *Federal Reserve Bank* americano não altere sua política econômica para 2014/2015, o que significa manter a sua política de recompra dos títulos mensais, além de não sinalizar a possível elevação dos juros americanos. Outro desejo dos gestores é que o governo brasileiro adote uma política fiscal mais regulada, o que reduziria o grau de incerteza. Já o câmbio, ficando no patamar que está hoje, daria um refresco para a economia doméstica. Moreira, da Sistel, também menciona a necessidade de que o Brasil retome a eficiência para ganhar competitividade internacional.

Para a entidade, em particular, 2014 será um ano desafiador, principalmente pela característica de marcação dos títulos. “Ainda no ano que vem podemos ter uma volatilidade grande nos nossos títulos, com a perspectiva de elevação da Selic. Mas, em geral, deve ser um ano melhor que 2013.”

Para Simino, da Funcesp, não dá para assumir de forma mecânica que depois de um ano ruim virá um ano bom. “A gente comenta que, às vezes, depois de uma tempestade, nem sempre vem a bonança. Pode vir outra tempestade”, brinca. Ele ressalta que algumas dúvidas de 2013 seguirão em 2014: no cenário externo, ele destaca a redução dos estímulos anunciados em maio pelo FED. No cenário interno, o resultado fiscal anunciado no dia 1º de novembro foi muito desfavorável e, embora boa parte dos ajustes já tenha ocorrido, não dá pra ter 100% de certeza em relação ao futuro.

Do ponto de vista doméstico, claramente há um desconforto, materializado nos preços da renda fixa e

na questão fiscal. “As agências de risco estão alertando, há três ou quatro meses, que o país precisa melhorar ou vai perder nota. É preciso tirar essa nuvem de rebaixamento e mantermos o *investment grade*.”

Recado ao participante

Simino afirma que o importante agora é que o investidor, seja ele participante de fundo de pensão ou não, avalie como foi a *performance* do seu fundo de pensão nos últimos 12 anos. “Compare isso com o CDI, a poupança, e entenda que não existe no mundo dos investimentos apenas o lado ensolarado da estrada. É um ano muito difícil, existem razões pra continuar sendo difícil, inclusive no cenário externo. Mas não somos agentes econômicos, com horizonte de curto prazo.”

É o que mostra o *case* da Sistel. O resultado do ano pode ser ruim, mas se for levado em conta 2012 e 2013, a situação melhora consideravelmente. “No ano passado, tivemos uma rentabilidade próxima de 28%. Portanto, quando juntamos as duas rentabilidades, ficamos no nível da nossa meta atuarial, o que nos deixa relativamente bem. Se avaliarmos os dois acumulados, estamos em linha com nossa necessidade atuarial.”

O diretor descarta um eventual impacto em possíveis déficits nos planos. “À exceção de um que está praticamente empatado, todos os demais planos são superavitários. Utilizamos uma taxa de juros de 3.8% para todos eles e a nossa tábua é a AT200F, a mais conservadora e longeva. Ainda assim, mantemos resultados superavitários”, observa.

Maurício Wanderley, da Valia, diz que o recado para o participante é um só: “Estamos buscando retorno de longo prazo e estamos conseguindo isso, com resultado de 20%, muito acima da meta atuarial. Mas é claro que não vamos conseguir isso para sempre.” Por isso, acrescenta Wanderley, é preciso ter o olhar de logo prazo, de quanto o fundo de pensão tem agregado ao longo do tempo. “Não podemos tomar decisão com cabeça de curto prazo porque pode causar mau desempenho no horizonte de longo prazo.”

Para Everaldo Guedes de Azevedo França, consultor da PPS - Portfólio e Performance, os participantes dos fundos de pensão – assim como alguns investidores – foram deseducados pelos juros “escandalosos” que perduraram por quase duas décadas. Um fenômeno bem semelhante ao que aconteceu no período de hiperinflação, quando um rendimento de 30% na poupança dava a falsa impressão de positividade. Diante de uma inflação mensal de 29%, o ganho, na verdade, não chegava a 1%.

Com os juros altos, alguns investidores não aprenderam a diversificar, concentrando os ativos no binômio CDI+Ibovespa ou CDI+IBX. O participante, por sua vez, aprendeu que retorno é sempre positivo. Agora, diante de resultados negativos até na renda fixa, alguns não entendem. “Quem investiu em educação financeira e previdenciária, alertando para a perspectiva de mudança nessa conjuntura, hoje não terá dificuldade de explicar essa *performance*”, diz. Quem não o fez, precisa correr atrás do tempo perdido.

O consultor se mostra especialmente preocupado com a proximidade da abertura dos juros americanos, prevista para meados de 2015. Quando isso acontecer, é bom que o cenário macroeconômico do Brasil esteja melhor ou os investimentos no país vão cair consideravelmente.

Para os fundos de pensão, a palavra de ordem é uma só: diversificação. “É preciso construir carteiras de créditos bem feitas, escolhendo bons gestores de crédito estruturado de qualidade. O crédito da debênture da emissão pública tem *spreads* que não pagam o risco porque há pouca emissão. Por isso, precisamos de crédito diferenciado, na mão de especialista”, recomenda. A segunda recomendação é que as entidades recorram aos fundos de multimercado.

Se não há boas perspectivas no mercado interno para o ano que vem, França defende que os investidores lancem mão da prerrogativa de investir no exterior. “Já passou da hora! Estamos atrasados, mas antes tarde do que nunca.” Por fim, ele aconselha a área de investimentos a usar gestores especialistas em fundos de ações que sejam descorrelacionados dos índices. “Tem gente entregando bons resultados, mas esse é um mercado limitado. Há muitos gestores bons cujos fundos estão fechados porque o mercado não é grande o suficiente para absorver R\$ 10 bilhões de uma hora pra outra.”

Panorama Internacional

Na Holanda, apesar das dificuldades de rentabilidade dos últimos dois anos, o clima é de otimismo. “Eu não tenho dúvidas de que os nossos fundos de pensão verão bons resultados nos investimentos nos próximos três ou quatro anos”, afirma Angelien Kemna, *Chief Investment Officer* (CIO) da gestora previdenciária APG, corroborando com a visão de longo prazo dos gestores brasileiros.

Segundo Kemna, seu otimismo se deve à análise dos retornos obtidos nos últimos 20 anos, quando as fundações conseguiram manter uma rentabilidade média de 6% a 7% anuais. “Eu não tenho a expectativa por uma nova grande crise financeira mundial, portanto, por que não ser otimista?”, provoca a gestora. Ela explica que os planos têm a vantagem de trabalhar com horizontes de muito longo prazo; logo, se sobreviveram à bolha tecnológica e à crise econômica mundial de 2007/2008, não há porque acreditar que não conseguirão superar as atuais dificuldades vividas pela zona do euro.

Mas os problemas de ordem econômica não são os únicos no radar das fundações dos Países Baixos, que também se veem obrigadas a lidar com a nova regulação que entrará em vigor em 2015, as baixas taxas de juros e o acelerado envelhecimento da população. Há de se considerar ainda que qualquer fundo com um nível de solvência inferior a 105% é obrigado a submeter um plano de recuperação à aprovação do Banco Central Holandês, que fiscaliza o sistema. Todos esses fatores têm forçado os gestores previdenciários a reestruturar seus programas de aposentadoria a fim de que se mantenham minimamente saudáveis.

Devido à constante volatilidade nos mercados financeiros, os níveis de solvência de 207 dos 468 planos de pensão da Holanda encontram-se, atualmente, em patamares muito baixos. Os dados foram publicados em outubro pelo ente supervisor e abrangem tanto as entidades menores quanto as maiores, como ABP e PFZW.

Nos EUA, os fundos de pensão dos funcionários públicos (CalPERS) e dos professores da Califórnia (CalSTRS), os maiores do país, registraram resultados diminutos – de 1.1% e 1.8%, respectivamente – no ano fiscal encerrado em 30 de junho.

O retorno do CalPERS está aquém da meta de 1.7% que a entidade havia estipulado e bem abaixo

da taxa anual média de 7.5% necessária ao pagamento de benefícios para mais de 1.6 milhões de participantes. Na opinião do CIO do fundo, Joseph Dear, o ano fiscal encerrado em meados de 2013 foi um período desafiador para todos os investidores, dado que a atual crise europeia, combinada com o lento crescimento da economia global, havia aumentado a volatilidade do mercado, fazendo cair os retornos registrados na renda variável.

Os ganhos reduzidos do CalPERS foram atenuados pela excelente *performance* da entidade no ramo imobiliário, que gerou retornos de 15.9%, superando o *benchmark* em mais de 3%. Em contrapartida, o impacto negativo das alocações em ações domésticas e internacionais foi amplamente sentido. Para o CIO do CalPERS, o desempenho do fundo, cujo patrimônio é de US\$ \$234.3 bilhões, deve ser visto como um “claro lembrete de que a entidade deve manter-se focada em desempenho, riscos e controles internos.”

A taxa de retorno de 1.8% do CalSTRS também ficou bem abaixo do *benchmark* da entidade (7.5%), que tem patrimônio aproximado de US\$150.6 bi-

lhões. A situação do CalSTRS é considerada ligeiramente melhor do que a do CalPERS, dado que os retornos do fundo nos três últimos anos vêm mantendo-se no patamar de 12%. Em 2010-2011, a rentabilidade foi de 23.1%, e em 2009-2010, de 12.2%.

No último ano fiscal, o fundo de pensão dos professores da Califórnia perdeu 3.1% na carteira de ações internacionais, que corresponde à metade de seus investimentos. O ramo imobiliário apresentou ganhos de 9.2%, enquanto o *private equity* garantiu rentabilidade de 5.9%, e os títulos, de 7.3%. “Um ano como esse prejudica a visão de longo prazo que devemos ter porque as pessoas tendem a avaliar a situação financeira do fundo somente com base naquele determinado período”, argumenta o CEO da CalSTRS, Jack Ehnes. “Períodos mais difíceis como esse também evidenciam o fato de que os retornos dos investimentos não têm, sozinhos, o poder de colocar o fundo de pensão numa posição financeira sólida. Está claro que os reguladores precisam implantar um plano de fundeamento de longo prazo que inclua reajustes contributivos de forma gradual, previsível e justa para todas as partes envolvidas.” ■