

MOTIVAÇÃO

Em função dos últimos eventos políticos da semana passada, os investimentos em fundos de Renda Fixa que contenham em sua carteira títulos indexados à inflação apresentaram um impacto negativo diante das incertezas com a retomada das reformas e, principalmente, com a retomada da economia. Esses acontecimentos impactaram, no curto prazo, os preços dos ativos no mercado como um todo.

“Mas uma carteira de Renda Fixa de Títulos Públicos Federais com lastro em Inflação (IPCA, IMA-B) pode gerar um resultado negativo ao investidor?” Essa é uma pergunta recorrente, principalmente de clientes que não toleram risco de mercado, que fogem do vai e vem dos mercados mais voláteis e buscam, na Renda Fixa, um caminho de proteção e tranquilidade.

Antes de iniciarmos as explicações técnicas para a pergunta acima, no sentido de ilustrar os impactos da marcação a mercado nos ativos de Renda Fixa, gostaríamos de lembrar que a alocação nesses títulos **serve para buscar a preservação do seu poder de compra no longo prazo**. Em outras palavras, é uma aplicação para obter ganhos acima da inflação ao longo do tempo. No curto prazo, oscilações podem ocorrer. O mais importante neste momento é continuar com esse recurso investido.

ATIVOS DE RENDA FIXA PODEM APRESENTAR RENTABILIDADE VARIÁVEL?

No momento da compra de um ativo de Renda Fixa é acordada uma taxa, podendo ser pós-fixada (atrelado ao CDI ou à Selic), prefixada ou indexada à inflação (também chamada de taxa híbrida, já que sua composição é a variação da Inflação + uma taxa prefixada). Quando o ativo é levado a vencimento, o valor recebido será necessariamente o valor aplicado mais a rentabilidade acordada no momento da compra.

Em quais casos um ativo de Renda Fixa pode ter uma rentabilidade variável?

Quando se decide se desfazer do ativo antes do vencimento ele pode ter um ágio (ganho) ou deságio (perda) em relação à taxa de compra no caso de ativos prefixados e indexados à inflação. No caso de ativos pós-fixados, também pode existir uma pequena variação, caso o percentual do CDI ou da Selic que o ativo pague tenha mudado (pela mudança do Rating de crédito de um instituição emissora, por exemplo), mas o impacto nesse tipo de ativo é bem pequeno. Por isso, em carteiras muito conservadoras, é comum que a maior parte da posição seja em ativos pós-fixados.

SOBRE OS ATIVOS PREFIXADOS

Ativos prefixados são ativos que têm uma taxa acordada no momento da compra até o vencimento. Exemplo: uma LTN comprada a 11,50% com vencimento para Janeiro/2018.

Caso haja a intenção de resgatar/zerar a posição antes do vencimento, a mesma será realizada a “preço de mercado”, por exigibilidade de órgãos reguladores, a tal da “marcação a mercado”. Além disso, é importante reforçar que a taxa é inversamente proporcional ao preço, ou seja, quando a taxa sobe, o preço cai, e vice-versa.

Uma boa alusão é imaginar uma gangorra: a taxa está numa ponta; o preço, na outra. Quando a taxa sobe, o preço desce. Quando a taxa desce, o preço sobe.



Também podemos pensar da seguinte maneira: eu comprei um papel que me paga 11% até o vencimento e, no meio do caminho, desejo vender esse papel para outra pessoa:

- Se a taxa de mercado é 10%, estarei pagando menos do que estava recebendo. Toda essa diferença do que eu estava recebendo (11%) e o que eu estou pagando (10%) será trazida a valor presente pelo tempo que falta até o vencimento, aumentando assim o valor de venda do meu ativo, gerando um ganho para mim.
- O contrário também é verdadeiro. Se comprei um ativo a 11% e o mercado no momento da venda está negociando esse ativo a 12%, eu terei que pagar mais do que estou recebendo, essa diferença será trazida a valor presente e eu terei uma perda.

Exemplificando:

	Taxa	PU
LTN 01/19	12%	828,26
LTN 01/19	11%	840,70
LTN 01/19	10%	853,45

(Fonte: Calculadora Cetip - <https://calculadorarendafixa.com.br/>). PU = Preço Unitário.

SOBRE OS ATIVOS PREFIXADOS

Motivos para variação da taxa:

1) Promovida pelo COPOM (Comitê de Política Monetária do Banco Central)

A variação na taxa Selic afeta a rentabilidade de todas as aplicações de Renda Fixa, até mesmo de títulos atrelados à inflação. Isso porque se a Selic cai, as taxas oferecidas pelo Tesouro também caem. Como vimos no exemplo da gangorra, com a Selic caindo, o preço dos papéis sofre um reajuste para refletir a nova taxa, subindo seu preço unitário = reajuste para cima.

2) Promovida por expectativas de mercado

A taxa de um ativo prefixado irá variar de acordo com a expectativa futura para a taxa de juros da economia. O Contrato Futuro de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia – o chamado “DI Futuro” – negociado no Mercado da BM&F, constitui-se em uma referência para a economia como um todo por sintetizar, em seus pregões, as expectativas sobre os comportamentos dos juros para períodos futuros. O mercado financeiro utiliza o “DI Futuro” para uma data próxima ao vencimento do título que está sendo estudado. Dado que o preço do ativo é balizado pelas expectativas, quando o Copom muda a taxa de juros, a taxa do ativo só irá cair ou subir se essa mudança do Copom não tiver sido precificada anteriormente pelo mercado. Exemplificando:

Data	Corte Copom	Taxa LTN 01/19			Visão mercado
		No dia	1 dia depois	Diferença	
11/01/2017	0,75%	10,86%	10,50%	-0,36%	Mercado estava precificando 0,50% de corte
12/04/2017	1,00%	9,45%	9,48%	0,03%	Mercado já estava precificando 1,00%

(Fonte: Banco Central e Bloomberg)

ATIVOS INDEXADOS À INFLAÇÃO

Da mesma maneira que ativos prefixados, ativos atrelados à inflação também podem apresentar ágio ou deságio caso a venda seja efetuada antes do vencimento, devido à taxa prefixada que é acrescida ao índice de inflação (normalmente IPCA ou IGP-M).

Usando um exemplo semelhante, se comprei um ativo a IPCA + 6%, e vou vendê-lo antes do vencimento a mercado:

- Se no momento da venda o mercado está precificando o mesmo ativo a IPCA + 5%, eu teria um ganho referente à diferença do que estou recebendo (6%) para o que estou pagando (5%), trazido a valor presente pelo tempo restante de hoje até o vencimento.
- O contrário também é verdadeiro. Logo, se eu comprei um ativo a IPCA + 6% e o mercado no momento da venda está negociando esse ativo a IPCA + 7%, eu terei que pagar mais do que estou recebendo. Essa diferença será trazida a valor presente e eu terei uma perda.

Exemplificando:

	Taxa	PU
NTN-B 08/20	7%	2.941,86
NTN-B 08/20	6%	3.025,80
NTN-B 08/20	5%	3.113,13

(Fonte: Calculadora Cetip - <https://calculadorarendafixa.com.br/>). PU = Preço Unitário.

Motivos para variação da taxa

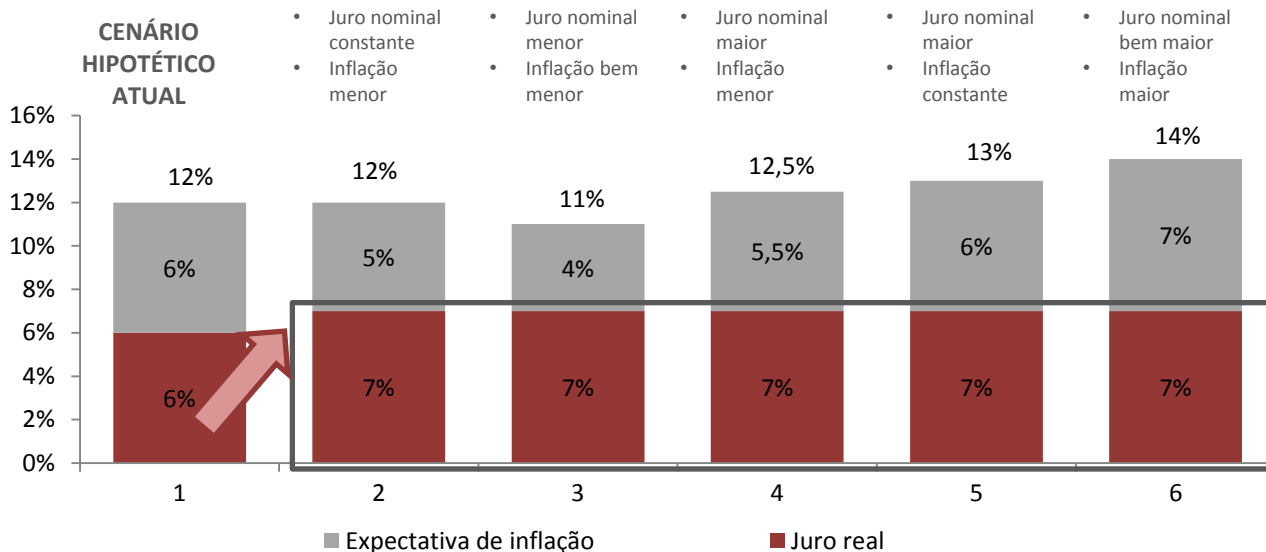
O caso de ativos atrelados à inflação é um pouco mais complexo que o prefixado. A rentabilidade da NTN-B, por exemplo, é composta por uma taxa prefixada, acrescida da inflação acumulada do período (vale o IPCA, índice de preços oficial do Governo, divulgado mensalmente pelo IBGE). E é no IPCA que está a parte pós-fixada, uma vez que não sabemos exatamente quanto será o IPCA do período, até que este período esteja completo.

Por conta dessa característica, a NTN-B é o único título que, com certeza, terá um **rendimento maior que a inflação, se levado até o vencimento!** Afinal de contas, é negociado como a taxa que excede o IPCA (por exemplo, IPCA + 5%), de forma a pagar, no mínimo, a inflação do período, mantendo assim o nosso poder de compra.

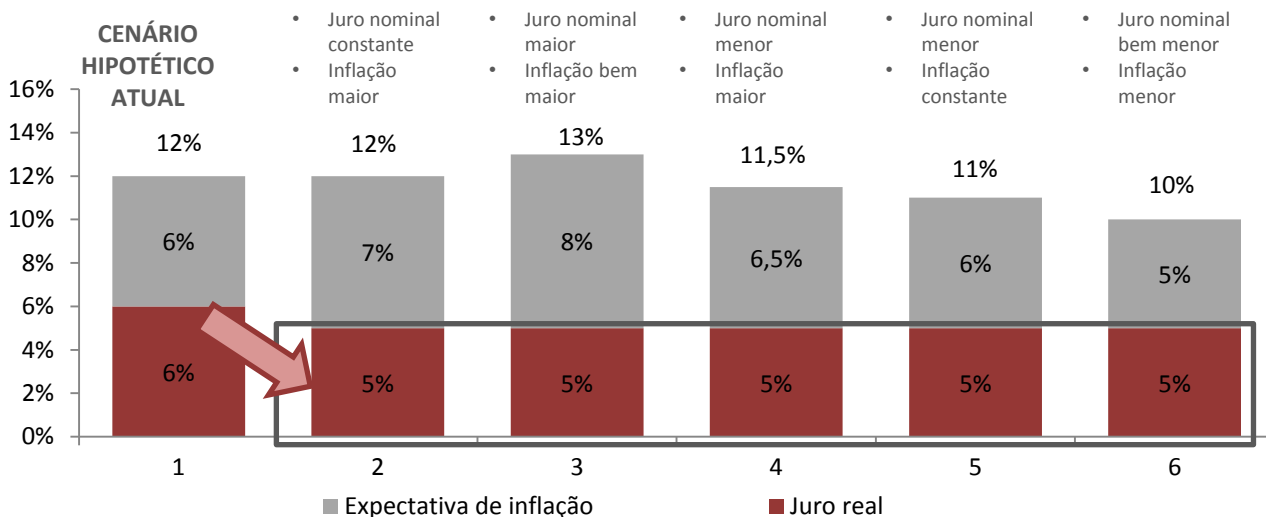
Podemos dizer, então, que nos papéis atrelados ao IPCA ou IGP-M há a variação da taxa conforme a variação de expectativa do **juro real**. O juro real (a parte prefixada de um ativo atrelado à inflação) vem da **diferença** entre a **expectativa de taxa de juros** e da **expectativa de inflação**. E, por ser tratar de combinações das duas expectativas vamos ilustrar as situações onde as taxas podem subir (abrir), ou cair (fechar).

ATIVOS INDEXADOS À INFLAÇÃO

O que leva ao aumento do juro real = Queda de preço do ativo



O que leva à diminuição do juro real = Aumento de preço do ativo

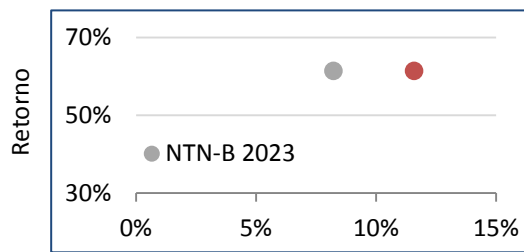
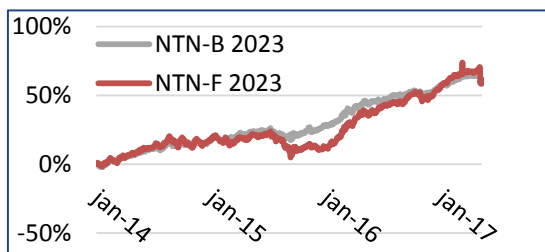


Novamente, o exemplo da gangorra: se a taxa está numa ponta, o preço está na outra. Quando a taxa sobe, o preço desce. Quando a taxa desce, o preço sobe.

IMPACTOS DO PRAZO (*DURATION*)

Quais ativos são mais arriscados: prefixados ou atrelados à inflação?

Nos ativos prefixados toda remuneração é fixa, sendo assim o risco é maior do que comprar um ativo que parte é atrelado à inflação, como pode ser visto na diferença de volatilidade entre o uma NTN-F 23 (título público prefixado) e uma NTN-B 23 (título público atrelado à inflação).



(Fonte: Quantum, Datas base 15/01/2014 até 23/05/2017)

Risco (Volatilidade)

Entretanto, temos opções de ativos de inflação muito mais longos que ativos prefixados. Usando como exemplo os títulos públicos, temos NTN-Fs e LTNs com vencimentos máximos em 2027 e 2023 respectivamente, enquanto as NTN-Bs tem vencimento máximo em 2055.

Qual o papel do prazo no risco?

Quanto mais longo for o vencimento de um ativo, maior o tempo que tenho de trazer a valor presente para o cálculo do preço, e isso tem grande impacto no preço, dadas as incertezas econômicas para o longo prazo. Abaixo segue a diferença de um ativo com vencimento em 2020 e outro com vencimento em 2050, os dois apresentando as mesmas características e só diferindo no vencimento.

Como pode ser observado, a diminuição ou aumento de um ponto percentual em um ativo de vencimento mais longo tem um impacto muito maior no preço, esse é o efeito da *duration* (prazo médio).

	Taxa	PU	Diferença em R\$	% Valorização/Desvalorização
NTN-B 08/20	7%	2.941,86	- 83,95	-2,77%
NTN-B 08/20	6%	3.025,80		
NTN-B 08/20	5%	3.113,13	87,33	2,81%

	Taxa	PU	Diferença em R\$	% Valorização/Desvalorização
NTN-B 08/50	7%	2.655,66	- 377,14	-12,44%
NTN-B 08/50	6%	3.032,81		
NTN-B 08/50	5%	3.506,29	473,48	15,61%

(Fonte: Calculadora Cetip - <https://calculadorarendafixa.com.br/>). PU = Preço Unitário.

MARCAÇÃO A MERCADO *versus* MARCAÇÃO NA CURVA

Marcação a mercado

Já falamos rapidamente sobre isso, mas a marcação a mercado, conforme o próprio nome diz, é marcar um papel que está na carteira do cliente ao preço que o mesmo está sendo negociado no mercado dia a dia.

O melhor exemplo de marcação a mercado são as ações. Todo dia a ação é marcada a seu último preço de negociação na carteira. Ações são mais fáceis de serem marcadas a mercado, pois tem mais negociações (são mais líquidas) e seu preço depende da percepção dos agentes que estão negociando, eles não tem um dia de vencimento aonde terão um preço específico (como os ativos de Renda Fixa).

O maior objetivo da marcação a mercado está ligado à não transferência de riqueza entre cotistas de um fundo, por isso atualmente todos os fundos abertos são obrigados a marcar os ativos da sua carteira a mercado.

Exemplo dessa transferência de riqueza seria: imagine um fundo com apenas um ativo - uma debênture à taxa de IPCA + 6% - e apenas um cotista. Após um período, o mesmo título está sendo negociado a IPCA + 5% no mercado. Imagine que o cotista precise vender suas cotas, e outro cotista entre no lugar. Se o ativo não estivesse sendo marcado a mercado, o novo cotista compraria cotas de um fundo com uma debênture a IPCA + 6%, que atualmente ele só conseguiria no mercado a IPCA + 5%, logo ele sairia ganhando. Já o primeiro cotista teria obtido uma rentabilidade de IPCA + 6% no período, quando na verdade ele teria direito a um ganho adicional, pois a debênture estava em IPCA + 5% no mercado, gerando um ágio caso ela fosse vendida naquele momento. Ou seja, esse ganho adicional que era devido ao primeiro cotista acabou sendo transferido para o segundo.

Marcação na curva

A marcação na curva, que só é possível para ativos de Renda Fixa, funciona **apenas** para carteiras restritas (de um ou poucos clientes). A marcação na curva consiste basicamente em pegar o valor de compra e ir corrigindo dia a dia pela taxa acordada até o vencimento, então ela independe de “quanto o mercado está negociando hoje” e só irá depender de “qual a taxa acordada no dia da compra do papel”.

É importante ressaltar que papéis de Renda Fixa têm muito menos liquidez que papéis de Renda Variável. Sendo assim, a marcação a mercado não é tão assertiva, e é feita de acordo com políticas dos administradores dos fundos.

DISCLAIMER

- Esta apresentação foi elaborada pela TAG Investimentos Ltda. (TAG) e não pode ser reproduzida ou redistribuída para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da TAG. Informações adicionais sobre a apresentação e as oportunidades de investimento se encontram disponíveis quando solicitadas.
- Esta apresentação tem como único propósito fornecer informações e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.
- Este material é de uso da TAG e não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.
- Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a TAG não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.
- Acreditamos que as informações contidas neste material sejam confiáveis, mas não garantimos que sejam exatas ou completas. As opiniões, estimativas, estratégias e visões de investimento expressas neste documento constituem o juízo de nossos estrategistas de investimento dedicados aos clientes, com base nas atuais condições de mercado, podendo ser alteradas sem aviso prévio.
- As estratégias e visões de investimento contidas neste material poderão divergir daquelas expressas para outros fins ou em outros contextos por outros estrategistas de mercado. Os pontos de vista e estratégias descritos aqui podem não ser apropriados para todos os investidores.
- Os responsáveis pela elaboração deste relatório certificam, por meio desta, que as opiniões expressas neste relatório refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais a respeito de todos os emitentes ou valores mobiliários analisados, e foram produzidas de forma independente e autônoma. Os responsáveis pela elaboração deste relatório não estão registrados e/ou não são qualificados como analistas de pesquisas junto à NYSE ou à FINRA; portanto, não estão sujeitos às restrições da Norma 2711 sobre comunicações com uma empresa-objeto de análise, aparições públicas e transações com valores mobiliários mantidos em uma conta de analista de pesquisas. A TAG Investimentos não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões.
- Os investidores que desejem adquirir ou negociar os títulos mobiliários mencionados neste relatório devem obter documentos pertinentes relativos aos instrumentos financeiros e às bolsas e confirmar seu conteúdo. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.
- As cotas dos Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e Fundos de Investimento constituídos sob a forma de condomínios fechados somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo, admitindo-se a amortização de cotas, sempre em conformidade com o que dispuser o regulamento ou a assembleia geral de cotistas. Estes fundos podem concentrar a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro por seus cotistas que podem superar o capital aplicado.
- Fundo(s) de investimento citado(s) como opções de investimentos pode(m) utilizar ou aplicar em fundos que utilizem estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.
- Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC) eventualmente citados nas apresentações estão autorizados a realizar aplicações em cotas de fundos de investimento que aplicam seus recursos em ativos financeiros no exterior, na forma e nos limites estabelecidos na regulamentação vigente. Nos fundos de investimento, a rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes aos fundos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Valor da cota, patrimônio e rentabilidade são divulgados diariamente em jornal de grande circulação.
- Os investimentos discutidos podem flutuar em termos de preço ou valor. Para avaliação de performance do fundo de investimento é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.
- Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.
- Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento antes de investir.
- O material é distribuído com a ressalva de que não oferece assessoria contábil, jurídica ou tributária. Consulte um assessor jurídico ou tributário de sua confiança.
- As rentabilidades informadas são brutas de impostos.
- Para dúvidas ou reclamações e sugestões, entre em contato com a TAG Investimentos, pelo telefone + 55 11 3474-0000 ou pelo e-mail ouvidoria@taginvest.com.br.