

## Para pensar

### Edição 7: As “Bs”

Quando falamos em gestão de patrimônio, uma das primeiras palavras que nos vêm à cabeça é “proteção”. Esse é, logicamente, o primeiro e maior objetivo da maioria das pessoas que já construiu um patrimônio financeiro significativo.

Mas proteção contra o quê? Na parcela de investimentos líquidos, pensamos em proteção contra perdas derivadas dos riscos mais comuns: de preço, de crédito, de liquidez, institucionais, etc.

No mais longo prazo, o risco de corrosão inflacionária tem que ser evitado ou dirimido sempre que possível. Afinal de contas, não basta manter nominalmente o valor de um portfólio de investimentos, se seu poder de compra cair ao longo do tempo. Se a inflação é alta, como toda taxa que é composta ao longo do tempo, seu efeito exponencial pode ser enorme com o passar dos anos.

Vejamos um exemplo: uma taxa de inflação de 6,5%<sup>a.a</sup>, se acumulada por 11 anos, atinge 100%. Ou seja, os preços que sobem a esta taxa, dobram depois de 11 anos. Dito de outra maneira, se a inflação subir neste ritmo, ela corrói 50% do valor real de um portfólio em 11 anos. Ele passa a “valer” ou a comprar metade do que “valia” ou comprava antes. Como se proteger contra a inflação? Existem diversas formas de se proteger indiretamente da inflação. Um portfólio diversificado, incluindo ativos “reais”, como imóveis ou participações acionárias, pode fazer com que o valor do portfólio ao longo do tempo seja mantido. Mas a única forma direta de se proteger contra a evolução de um determinado índice de inflação é ter ativos financeiros indexados a este.

Mas que índice usar? Se inflação é o aumento generalizado dos preços de bens e serviços, é preciso definir como ela é medida. Na prática, cada indivíduo ou família sofre uma inflação diferente das dos outros, pois sua cesta de consumo é única. Focaremos aqui no IPCA<sup>1</sup> do IBGE, que é o índice escolhido pelo Banco Central para servir de indicador de poder de compra do Real.

Como fazer para nosso portfólio acompanhar o IPCA?

Num país com juro alto como o Brasil<sup>2</sup>, proteger o portfólio de uma alta do IPCA é apenas parte do trabalho. O CDI (a taxa básica de juros no mercado interbancário) historicamente bate o IPCA no longo prazo por uma margem que oscila, mas é geralmente positiva<sup>3</sup>. Sendo assim, o objetivo passa a ser ter um bom retorno acima do IPCA – pelo menos na renda fixa.

Felizmente, dada a relevância do IPCA, existem alternativas de investimentos indexadas a este índice. O Tesouro Nacional (TN), por exemplo, emite dívida indexada, entre outros índices<sup>4</sup>, ao IPCA. São as chamadas NTN-Bs<sup>5</sup>, ou “as Bs”, como o mercado diz. Seguindo este *benchmark*, emissores

<sup>1</sup> O IPCA mede a variação de preços medida do dia 1º ao 30 de cada mês, de uma cesta de consumo típica de famílias com renda de 1 a 40 salários mínimos habitantes das regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Vitória, Brasília e municípios de Goiânia e Campo Grande.

<sup>2</sup> Nos países desenvolvidos, com raras exceções, o juro real (acima da inflação) tem sido negativo nos últimos anos, e deve permanecer assim por pelo menos mais um ou dois anos.

<sup>3</sup> Efeitos do Imposto de Renda sobre esses cálculos são importantes e serão discutidas em outra oportunidade, mas não afetam as conclusões deste texto.

<sup>4</sup> Selic, IGPM, variação cambial e taxas pré fixadas são ou já foram muito utilizadas.

<sup>5</sup> Notas do Tesouro Nacional – série B. Segundo o Relatório de dezembro de 2014, do total de R\$ 2,3 trilhões da Dívida Pública Federal, pouco menos de 1/3, ou R\$ 700 bilhões se referiam ao total de NTN-Bs existentes.

privados também captam recursos indexados ao IPCA. Para ficarmos apenas no risco de indexação, olhemos as Notas do Tesouro Nacional, que são atreladas ao IPCA.

Atualmente o TN oferece títulos com vencimentos que variam de maio/2015 a agosto/2050. As cotações, que oscilam todo dia, são feitas em base de juros real (acima do que der o IPCA). Ou seja, se um título está sendo negociado a “6%”, significa que ele oferece para o comprador, da compra até o vencimento, rendimento anual equivalente a IPCA+6%. E o cálculo “ponta a ponta” é simples: se o investidor compra um título de 1 ano “por IPCA+6%” e o IPCA acumula 6% neste período, seu retorno será aproximadamente 12,4% passado um ano. Porém, o retorno em qualquer prazo antes do vencimento pode ser completamente diferente dos 12,4%<sup>a.a.</sup>.

Vamos pensar num exemplo extremo em que o investidor compre o título de um ano a 6%. Ele paga hoje R\$ 100 para receber, em um ano, R\$ 106 corrigidos pela inflação. No dia seguinte, este mesmo título (agora com prazo de 1 ano menos 1 dia) está sendo oferecido pelo Tesouro a “7%” (isso pode ocorrer por diversos motivos relacionados ao nível futuro de taxas de juros). De um dia para o outro, o preço do título comprado na véspera, tem que cair para que o retorno até o vencimento seja 7%, não mais 6%. Ele cai para aproximadamente R\$99, para que os R\$106 do vencimento representem o novo retorno exigido pelo mercado, de 7%. Ou seja, mesmo tendo um retorno garantido de 6% mais inflação, o título pode, no curto prazo, ter um retorno completamente independente da inflação do período – em nosso exemplo, a inflação de um dia é praticamente zero e o título perde 1% de um dia para o outro porque o retorno exigido subiu. Se ao invés de subir de 6% para 7% o retorno oferecido pelo título tivesse que subir de 6% para 8%, a queda em seu preço teria que ser maior. Evidentemente, o contrário também pode acontecer (se o juro aceito pelo investidor cai, o preço do título sobe). Em outras palavras, preço e juro (retorno exigido pelo investidor) se movem sempre em direções opostas. E quanto mais longo o título, maior o efeito de uma oscilação nos juros sobre seu preço. Por isto, quanto mais longo o título, maior a volatilidade de seu preço.

Qual prazo usar? O ideal seria comprar um título com vencimento igual ao vencimento do portfólio. Mas um portfólio raramente tem um prazo de vencimento definido. Se comprar títulos curtos pode ser ineficiente e comprar títulos longos pode trazer muita volatilidade, qual a solução? A melhor alternativa é fazer uma carteira escalonada, com títulos vencendo em diversos prazos.

Uma outra forma eficiente de fazer isto é investir em fundos cujo *benchmark* seja o IPCA. As carteiras destes fundos tem diversos títulos como os citados acima. No longo prazo, oferecem a proteção desejada. Mas, no curto prazo, podem oscilar independentemente do IPCA.

**Conclusão:** Proteção contra a inflação requer atenção. Um portfólio tem que estar diversificado, com ativos que façam este papel direta e indiretamente. Uma forma de proteção direta é a compra de títulos de renda fixa indexados à inflação. Estes títulos garantem no final de seu prazo, o retorno bruto real (acima da inflação) oferecido na data de compra. Porém, entre a compra e seu vencimento, o valor deste título pode variar de forma completamente contra-intuitiva, inclusive podendo cair em momentos de inflação mais alta do que o esperado.

“As Bs” certamente devem ser consideradas para compor um portfólio, dependendo do momento de compra e do horizonte de investimentos, bem como das alternativas disponíveis. Mas devem ser usadas com moderação, respeitando sua posologia. Cuidado com os efeitos colaterais.