

Finanças

Investimentos Gestor supera CDI nos tempos da bonança e fica mais conservador quando viés da Selic é de alta

Multimercados vão melhor em ciclos de baixa de juros

Adriana Cotias
De São Paulo

Os fundos multimercados vão melhor quando o ciclo de política monetária é de baixa de juros. É nesses períodos que conseguem obter desempenho acima do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), que funciona como um referencial para o setor de gestão de recursos em geral. Já na fase pré-aperto monetário, os profissionais à frente das decisões de investimentos têm mais dificuldade de entregar retornos satisfatórios aos cotistas, apesar de, pelo mandato, poder investir em múltiplos ativos.

É o que dá para inferir de levantamento feito pela XP Gestão, usando como base o índice de multimercados do BTG Pactual, o mais antigo do mercado. O mapeamento incluiu, desde 2003, os últimos oito ciclos de política monetária do Banco Central (BC) brasileiro. Foram quatro movimentos de queda e quatro de alta nos intervalos avaliados.

Nos processos de baixa de juros, os portfólios mistos chegaram a ter retorno equivalente a 145,3% do CDI, caso do afrouxamento que durou de janeiro de 2009 a abril de 2010, quando a Selic saiu de 13,75% para 8,75%. A pior performance foi justamente no aperto monetário do ciclo anterior, empreendido entre abril de 2008 e janeiro de 2009, de parcos 61,7% do CDI. Na ocasião, a taxa básica da economia brasileira foi elevada de 11,25% para 12,75% ao ano.

Na fotografia mais recente, de abril de 2013 para cá, com o juro básico saindo de 7,25% para os 14,25% que valem desde julho de 2015, os multimercados acumulam rentabilidade equivalente a 103,7% do CDI. A seguir a dinâmica

dos últimos anos, o atual momento seria, em tese, o período para angariar melhores retornos para essas carteiras, já que no horizonte há um corte de juros previsto para o fim de 2016 ou início de 2017. Na última pesquisa Focus do Banco Central, divulgada na semana passada, o mercado projetava a taxa básica em 13,5% ao ano em dezembro e em 11% ao fim de 2017.

"A expectativa é que o Brasil comece a ter um ciclo de queda de juros mais duradouro, talvez mais parecido com o que foi em 2005, e se isso se confirmar a indústria de fundos também pode experimentar um crescimento menos tímido do que se tem observado", diz Gustavo Pires, sócio da XP Gestão.

Pelos últimos dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), nos últimos 12 meses encerrados em julho o setor de fundos captou R\$ 34,1 bilhões, o equivalente a 1,19% do patrimônio total, de R\$ 3,2 trilhões.

Os multimercados em particular acumulam neste ano, até 29 de julho, saques líquidos de R\$ 2,9 bilhões, depois de em 2015 ter registrado saídas de R\$ 16,1 bilhões.

"Os multimercados têm um viés. Podem investir em mercados de bolsa, juros e, nos momentos de queda da Selic, na média, a maioria tem posição direcional", diz Gilberto Kfourir Jr., chefe de renda fixa e multimercados da BNP Paribas Asset Management. Como o ciclo de afrouxamento monetário torna o custo de financiamento para as empresas menor, as ações tendem a subir nesses momentos, os ativos são inversamente correlacionados. As posições também costumam ser mais longas, cita. "Já no ciclo de alta, a posição acaba sofrendo."

Com base em dados da provedora Morningstar, o consultor fi-

nanceiro Marcelo D'Agosto, colunista do Valor, filtra o desempenho dos multimercados nos diferentes ciclos monetários e, de fato, nos processos de afrouxamento, a quantidade de portfólios que supera o desempenho do CDI é significativamente maior: oscila de uma fatia entre 79% a 88% das carteiras avaliadas, ao tempo que nos ciclos de alta de juro a parcela dos que extraem retornos acima do referencial varia de 27% a 59%.

"Quando há tendência de queda da Selic, mais gente se dá bem porque o Tesouro é a grande mãe que aproveita para ofertar mais títulos preferidos longos. Daí os juros caem e todo mundo ganha", diz D'Agosto. "Já o resultado é mais difícil quando o ambiente é de alta de juros porque os gestores se posicionam no CDI para se proteger, não costumam ficar vendidos [apostando na alta do juro] em pré", diz. O problema, acrescenta, é que, nessas situações, as taxas de administração acabam corroendo os ganhos da estratégia mais conservadora. "Mas sempre há outros ativos que os gestores poderiam aproveitar". Houve, por exemplo, ciclos de alta em que o dólar foi



Kfourir Jr., da gestora da BNP Paribas: multimercados têm um viés e ganham com ativos correlacionados

protagonista, como no atual em que a moeda ganha 63,8% em relação ao real e, de fato, muitos gestores ganharam com essa posição do ano passado para cá.

O grande desafio, destaca Kfourir Jr., da BNP, é justamente não ser direcional e tentar ganhar com estratégias de volatilidade em opções de ações, Ibovespa e dólar ou em ativos no exterior, por exemplo, como num portfólio criado pela gestora no início do ano.

Em geral, o mercado brasileiro fica alocado em juro nominal, justamente pelo fato de a Selic ser estruturalmente alta por desequilíbrios que dificultam levar a inflação para baixo e isso marcar períodos mais adversos para a economia, diz Damont Carvalho, gestor de fundos macro da Claritas Investimentos. Ele acrescenta que, em geral, os gestores antecipam mais rapidamente os ciclos de aperto monetário e são mais conservadores nesses processos.

Pelas suas contas, usando os mesmos períodos de expansão ou afrouxamento monetário ob-

servados, nos ciclos de alta os investidores antecipam o aumento de juros em 4,8 meses em média. Já na ponta inversa, essa antecipação é de 2,5 meses.

"A falta de clareza na comunicação do BC faz com que o mercado fique mais inseguro e, consequentemente, não consiga projetar a expectativa para inflação e taxas de juros de maneira mais assertiva", diz Damont. "É uma característica do nosso mercado é ficar com posição mais pré do que pós. Não sei se o brasileiro é crédulo, em acreditar na melhora da situação no futuro, de achar que as coisas estarão resolvidas e será possível baixar os juros no longo prazo."

Ele tem esperança de que o novo BC, comandado por Ilan Goldfajn, tenha uma interlocução mais transparente com o mercado, como sinalizado no documento divulgado após a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de julho e depois na ata do encontro.

Damont acrescenta que quando há mais clareza na tendência, de alta ou de baixa, o gestor con-

segue montar posições mais estruturais. Do contrário, com o aumento da volatilidade, com muitas variáveis econômicas que afetam o momento do investimento, gira-se muito a carteira e a performance é normalmente pior.

Com taxas muito baixas no mundo todo, desde 2008 os multimercados passaram a aplicar fortemente em juros no Brasil porque em algum momento, até pelo fluxo externo, a expectativa é que os juros reais converjam para níveis menores, cita Leonardo Uram, gestor da Guide. Ele diz que quando os preços já estão em níveis muito estressados fica difícil até ficar na posição mais pessimista — "short", no jargão do mercado. Nos últimos dois anos, porém, é que chegou a se ver uma maior diversificação na alocação dos multimercados, com muitos gestores aplicando em moedas mundo afora, em commodities e em índices de bolsas estrangeiras. "O índice de acerto não foi tão vencedor assim, mas houve algum trade bom comparativamente ao mercado local."

A toada dos multimercados

Desempenho dos fundos nos diversos ciclos monetários, em %

Início do ciclo	Fim do Ciclo	Ciclo	IFMM	CDI	CDI	Fundos acima CDI*	IRF-M**	IMA-B**	Varição do dólar**	Ibovespa**
17/06/03	14/09/04	Queda	25,20	23,20	108,63	79	25,26	na	1,33	61,94
14/09/04	14/09/05	Alta	17,41	18,48	94,23	43	18,26	13,31	-20	30,21
14/09/05	15/04/08	Queda	47,43	39,43	120,30	81	42,64	50,19	-27,80	115,56
15/04/08	21/01/09	Alta	6,06	9,83	61,70	27	12,92	11,99	39,96	-38,45
21/01/09	28/04/10	Queda	17,38	11,97	145,25	88	14,07	20,24	-25,42	72,94
28/04/10	31/08/11	Alta	14,64	15,16	96,60	59	18,44	22,87	-9,60	-15,24
31/08/11	17/04/13	Queda	20,12	14,55	138,30	88	20,44	29,41	25,62	-6,40
17/04/13	Atual***	Alta	45,08	43,49	103,66	54	41,04	37,12	63,81	7,33

Fonte: BTG/Elaboração XP Gestão. * Mensuração/Elaboração Marcelo D'Agosto. **Dados levantados por Marcelo D'Agosto. *** até 29/7

Gross, Goldman e Gundlach alertam para risco maior dos ativos

Suzanne Woolley
Bloomberg

Não é fácil discordar desses três nomes. Jeffrey Gundlach, Goldman Sachs e Bill Gross de renda fixa de alta — ou, ativamente, o alarme de incêndio — em relação aos riscos crescentes das ações e dos títulos. Há, também, motivos sazonais para ter cuidado com as ações no momento. Até mesmo Donald Trump recomenda evitar as ações.

O ponto é que o momento do mercado é complicado — e perigoso. Há uma série de histórias com estatísticas do tipo "se você tivesse perdido os 90 dias de melhor desempenho do mercado de ações de 1963 a 2004, seu retorno médio anual teria caído de cerca de 11% para pouco mais de 3%".

Parte do motivo é que, depois da venda, é preciso decidir quando comprar novamente. Investidores reacios tendem a guardar o dinheiro e perder a

maior parte de qualquer recuperação. E se você vende, onde colocará esses recursos para não ter de manter dinheiro vivo?

Se alguém estiver tentado a pular fora do mercado, ferramentas interativas e um jogo divertido podem dar uma ideia do efeito sobre seus retornos por apostar na hora certa — ou na hora errada. Com a ferramenta da Vanguard Group, é possível ver o que um investimento de US\$ 10 mil se sairia se você deixasse o S&P 500 após uma que-

da de certa porcentagem e retornasse após uma recuperação de certa porcentagem no mercado. O período de tempo dessa ferramenta é de 1988 a 2013.

Digamos que você escolheu uma queda de 50%, já que Warren Buffett disse que você não deveria apostar em ações se tiver sérios problemas em ver sua carteira cair 50%. E digamos que você escolheu 20% para recomprar em meio a uma recuperação. De 1988 a 2013, um investimento

inicial de US\$ 10 mil deixado à própria sorte no mercado aumentou para US\$ 128.952. Os US\$ 10 mil que entraram e saíram do mercado subiram para US\$ 106.478, uma diferença de cerca de US\$ 22.500.

No site da assessoria-robô Betterment é possível encontrar uma ferramenta que mostra a porcentagem de ganhos ou prejuízos durante diferentes períodos de investimento no S&P 500. Você escolhe o período de invest-

timento com um controle deslizante para ver como o tempo no mercado pode afetar a probabilidade de ganhos ou prejuízos. Não pode fixar um ponto no qual venderia ou voltaria a entrar, mas pode ver como 72,8% dos 21.523 períodos de investimentos que duraram 11 meses se transformaram em ganhos para o índice de 500 ações, por exemplo, e como 87,4% dos 20.904 períodos de investimento com cinco anos de duração mostraram ganhos.

Doações em vida, herdeiros e pagamento de impostos

Consultório financeiro



Estou fazendo meu planejamento sucessório e quero fazer doações em vida, com receio do aumento do ITCMD em meu Estado. Caso haja aumento da alíquota, meus herdeiros têm algum risco de ter que pagar a diferença no momento do inventário?

Mauri Fernando de Souza, CFP, respondendo:
Sua preocupação é pertinente.

De acordo com a legislação atual, as regras de cobrança do imposto sobre a Transmissão Causa Mortis e Doações (ITCMD) são definidas pelos Estados e a alíquota máxima a ser aplicada ao patrimônio sucedido ou doado é de até 8%. Existem unidades federativas que cobram taxas fixas (como São Paulo, que cobra 4%) e outras que cobram alíquotas progressivas (como Santa Catarina, cuja cobrança varia de 1% a 8%, conforme o valor transmitido). É importante lembrar que, para doações de bens imóveis e cotas de empresas, o imposto será recolhido no Estado onde eles estiverem situados. No caso de dinheiro ou aplicações financeiras, não no Estado onde o doador tiver domicílio.

Para responder a sua dúvida, utilizarei um exemplo. Imagine que uma pessoa queira transmitir seu patrimônio em

vida para dois herdeiros. Os bens em questão são imóveis avaliados em R\$ 2 milhões (cada donatário receberá R\$ 1 milhão) e estão localizados em um Estado que aplica alíquota fixa de 4% de ITCMD. Como estamos falando de doação em vida, o doador poderá transmitir os bens com cláusula de usufruto vitalício. De acordo com essa regra, mesmo após a doação de imóveis ou cotas de empresas, o doador mantém o direito de uso e/ou de recebimento das receitas provenientes desses ativos.

Quando uma doação é feita com a cláusula citada, a cobrança varia de acordo com cada Estado: alguns exigem 50%, enquanto outros cobram 1/3 ou 2/3 do valor do ITCMD, deixando o recolhimento do valor restante para o momento da extinção do usufruto (que geralmente acontece após a

morte do doador) e com aplicação da alíquota de imposto que estiver em vigor nesse momento.

No exemplo em questão, considerando que o Estado cobre 50% do ITCMD, significa que a base de cálculo do imposto será sobre R\$ 1 milhão (50% de R\$ 2 milhões), resultando num valor de R\$ 40 mil a ser pago por quem recebeu a doação, deixando os 50% restantes para o momento em que o usufruto for encerrado.

Suponhamos que após alguns anos, a alíquota do ITCMD mude para 8% e que o doador venha a falecer. A cláusula de usufruto vitalício sobre os bens já doados será extinta e deverá ser recolhido o imposto sobre os 50% restantes, resultando em valores a pagar de R\$ 80 mil (8% sobre R\$ 1 milhão).

Para evitar que os herdeiros tenham que pagar essa diferença no momento do inventário, é preciso solicitar o recolhimento de 100% do valor do ITCMD após a doação e registro de usufruto e, no registro de imóveis, vincular à matrícula do imóvel a observação de que foi recolhida a totalidade do imposto sobre transmissões (instituição e extinção do usufruto) e que não há mais imposto a pagar no momento da extinção desse usufruto.

Além disso, lembro que a legislação brasileira não permite doar a totalidade do patrimônio a qualquer pessoa. Ao menos 50% do patrimônio é considerado "parte legítima" e deve ser transmitida de acordo com a ordem natural de sucessão prevista em lei. Os 50% restantes são considerados "parte disponível", que pode

ser doada a qualquer pessoa, independentemente da ordem de sucessão.

Em seu questionamento, você não forneceu muitos detalhes sobre sua realidade. Por isso, sugiro que procure ajuda de um profissional para auxiliá-lo.

Mauri Fernando de Souza é planejador financeiro pessoal e possui a certificação CFP® (Certified Financial Planner), concedida pelo Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros (IBCFPF).
E-mail: maurifernandoss@gmail.com

As respostas refletem as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico ou do IBCFP. O jornal e o IBCFP não se responsabilizam pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações. Perguntas devem ser encaminhadas para: consultoriofinanceiro@ibcpf.org.br

