

Líder bom se orienta por uma bússola que é só sua, referência de seu caráter e integridade **D3**



# NTN-Bs, o pior já passou?

Alta da Selic e sombra da ação do FED levaram títulos de inflação a oscilar quase como renda variável este ano. Para especialistas, volatilidade de curto prazo dos títulos persistirá, mas será menor daqui para frente. Por **Catherine Vieira**, de São Paulo

A tentativa do governo de forçar o juro real de equilíbrio da economia brasileira para baixo do seu limite acabou deixando uma herança complicada para investidores e gestores de fundos. Para muitos especialistas, a altíssima volatilidade que se observou este ano no mercado de títulos públicos, sobretudo aqueles indexados à inflação, as Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-Bs), foi consequência desse processo. Com a inflação pressionada, após um período de juro real abaixo de 2% no ano passado, o Banco Central (BC) teve de iniciar o ciclo de alta da taxa básica de juros, a Selic, e adotar uma veemência maior do que a inicialmente imaginada. Para completar, a entrada em cena do fator Fed, em maio, complicou ainda mais a vida dos investidores. A perspectiva de que o BC dos Estados Unidos começasse a retirar os estímulos monetários empinou a curva de juros ame-

ricana, afetando as taxas de todos os países mundo afora.

Diante desse cenário de convergência de fatores negativos, as NTN-Bs, que pagam a variação da inflação medida pelo IPCA mais um juro real prefixado, mostraram oscilações dignas da bolsa de valores em vários momentos do primeiro semestre, no qual, aliás, o Ibovespa também sofreu bastante. Em maio, para se ter ideia, quando os efeitos Selic e Fed tiveram seu ápice, os fundos que aplicam nesses papéis tiveram perdas médias de 2,5%, enquanto as carteiras 'Ibovespa Ativo' perderam 1,65%.

Esse novo padrão de oscilação dos chamados papéis de inflação vem se desenhando desde o ano passado. Porém, como em 2012 o resultado foi uma grande valorização dos títulos e dos fundos, ninguém se assustou. Em 2013, no entanto, a ressaca veio, e a vítima dos solavancos foi o bolso do investidor que precisou tirar recursos desses ativos justamente nesse período. O economista e consultor financeiro Marcelo d'Agosto fez as contas: quem alocou R\$ 10 mil em um ativo indexado ao Ibovespa no início deste ano, teria, no começo de agosto, cerca de R\$ 7,97 mil se fosse resgatar a aplicação. Se o mesmo investimento fosse feito numa NTN-B Principal com vencimento em 2024, teria agora em torno de R\$ 8,90 mil e se a NTN-B fosse mais longa, para 2050, o valor seria menor: R\$ 8,42 mil.

Para os especialistas, esses números terão de levar o investidor a um aprendizado: o entendimento de que papéis de prazo tão longo como as NTN-Bs são naturalmente mais arriscados e voláteis, mas não devem deixar de ser vistos como uma proteção interessante contra a inflação para aqueles que podem investir

pelo menos com horizonte de médio prazo. A prova disso é que, se ampliado o prazo da aplicação, os títulos continuam se mostrando interessantes. Quem aplicou os mesmos valores há dois anos nos mesmos ativos teria hoje R\$ 8,52 mil no caso do Ibovespa; R\$ 13,90 mil se opção tivesse sido pela NTN-B 2024 e R\$ 13,56 mil na NTN-B 2045 (na ocasião a NTN-B 2050 não era vendida).

Outra boa notícia é que, respondendo ao título desta reportagem, muitos acreditam que sim, o pior já passou em termos de solavancos no mercado de NTN-Bs. Os números de julho e do início de agosto já seriam sinais disso. Isso não quer dizer, no entanto, que os títulos deixarão de oscilar no curto prazo, mas sim que os movimentos mais bruscos tanto de alta, como se viu no ano passado, quanto de queda, como o deste começo de ano, tendem a não ser vistos novamente. Diante disso, o investidor precisa traçar suas estratégias, e isso vale para quem já tem os papéis e para quem pensa em comprar.

"No fim do ano passado, a NTN-B de 2015 chegou a ter uma taxa de 1,6%; e a de 2050, que vinha de mais de 5%, chegou a pagar apenas 3,79%. Houve muito exagero, é uma taxa muito baixa para um papel de quase 40 anos", diz Marcelo Pacheco, gestor de fundos multimercados da BB DTMV. Esses exageros foram sendo revertidos ao longo do semestre com o início do ciclo de alta da Selic, o crescente descontentamento dos estrangeiros com a economia local e, finalmente, com os sinais de reversão da política expansionista do Fed que levaram a formar uma tempestade perfeita entre maio e junho, pico do estresse nos papéis. "Vai continuar tendo oscilação, mas a volatilidade tende a se acomodar,

não vai se comparar à da bolsa, isso foi algo mais pontual."

O sócio e gestor responsável pelos fundos macro da Claritas Investimentos, Damont Carvalho, lembra que os resgates nos fundos que investem nesses papéis também pressionaram as taxas e contribuíram para o movimento mais crítico, entre maio e junho. Para Carvalho, a inflação tende a continuar girando na casa dos 5,5% a 6% nos próximos anos e, neste cenário e no nível atual de taxas, esses papéis funcionariam como uma proteção interessante, porém só para aqueles que tiverem horizonte de médio prazo. "Por motivos domésticos, a curva de juros já estaria bem precificada; mas, por motivos externos, ainda pode ter mais volatilidade, por isso eu digo que eles [ativos e fundos atrelados ao IMA-B, índice composto por uma cesta de títulos de inflação] podem proteger contra a inflação, mas é para o médio prazo", diz Carvalho.

Para Pacheco, da BB DTMV, diante desse cenário os títulos

curtos são mais interessantes. "Os papéis mais longos tendem a estar mais suscetíveis ao cenário externo e, como as ações do Fed devem continuar afetando as curvas de juros, os papéis mais curtos, entre 2015 e 2017, são mais interessantes", diz.

Gilberto Kfourri, que lidera a gestão de multimercados da Schroders Brasil, acredita que no curto prazo será normal ver oscilações, mas dentro de uma faixa menor, como uma taxa que sai de 4,5% para 5% e vice-versa (nos papéis mais longos), por exemplo. "Vamos ter de passar a conviver com isso", afirma, mas sem a magnitude dos movimentos que se viram até junho e que vieram no rastro de alguns exageros. Na visão dele, o que foi demonstrado é que o juro real neutro (de equilíbrio) da economia brasileira não é nem os 2% (ou até me-

nos) que se quis atingir no ano passado, mas também não é 6% ou 7%. "Então, pode ser algo perto desses 4% a 5%", observa.

Se isso é verdade, quem comprou os títulos na época da baixa exagerada das taxas deveria vender em algum momento, já que a visão é de que os juros reais não voltarão para aqueles níveis? Neste caso vale ressaltar que quem conseguir ficar com o papel até o fim do prazo não tem perdas, leva o valor acordado: a variação do IPCA mais o juro real fixado na compra. Porém, o consultor d'Agosto faz algumas ponderações para quem compra esses papéis. "São títulos muito longos e na prática a tendência é que muita gente acabe tendo de vender antes da hora. Então, diante do que vimos neste primeiro semestre, é preciso pensar e se planejar bem", adverte.



## Renda fixa pode oscilar como a bolsa

### Análise

Marcelo d'Agosto

Para o Valor, de São Paulo

De janeiro a julho deste ano, a inflação oficial medida pelo IPCA chegou a 3,2%. Em termos anualizados, foi equivalente a 5,5% ao ano, um ponto percentual acima do centro da meta. No mesmo período, quem buscou proteção apostando nas NTN-Bs, papéis de longo prazo indexados ao IPCA e disponíveis no Tesouro Direto, o sistema de negociação de títulos públicos pela internet, viu o valor da aplicação diminuir em até 18%, dependendo do vencimento do papel. O Ibovespa, o principal índice para a bolsa, caiu 21%.

A perda com as aplicações em NTN-Bs em patamar semelhante à observada na renda variável, após sete meses do investimento inicial, não era o desfecho esperado pelos investidores. Principalmente em um ambiente que combinava inflação com tendência de alta e queda de juros reais.

Em vez de proporcionar refúgio contra os efeitos do aumento dos preços e eventuais ganhos devido à melhora do ambiente econômico, o investimento em NTN-Bs gerou prejuízos desconcertantes. O mau desempenho dos títulos também afetou a rentabilidade das aplicações em fundos de investimento e planos de previdência.

Como são obrigados a reconhecer o valor dos ativos pelos respectivos preços de mercado, o retorno de muitos fundos acabou sendo sofrível. Diversas carteiras tiveram rendimento inferior à tradicional caderneta de poupança.

A reversão do excesso de otimismo com os rumos da economia brasileira, que apontava para um patamar de juros reais de longo prazo mais baixo, e a possibilidade de mudanças na forma de condução da política monetária do Fed explicam o mau desempenho das NTN-Bs no período.

Durante anos, a contrapartida para a estabilidade dos preços no Brasil foi a política de juros no-

minais excessivamente elevada. Desde 31 de agosto de 2011, no entanto, o Banco Central (BC) passou a reduzir constantemente a taxa Selic. Após um surpreendente corte de meio ponto, o juro foi sendo diminuído gradativamente até o patamar mínimo de 7,25% ao ano.

Mesmo com a inflação consistentemente acima do centro da meta, o discurso das autoridades econômicas apontava para uma nova matriz macroeconômica, na qual os juros reais seriam mais baixos. Isso estimulou o alongamento do prazo das aplicações financeiras de renda fixa pelos investidores, especialmente as NTN-Bs, que ofereciam juros atrativos.

A partir do segundo trimestre deste ano, no entanto, a perspectiva mudou e o BC voltou a adotar a tradicional política de aumento dos juros para combater inflação. Como consequência, os juros das NTN-Bs voltaram a subir, e os papéis tiveram desvalorização. Nos títulos de renda fixa, au-

mento de taxas implica redução do valor de mercado do papel, causando prejuízos imediatos para os detentores da aplicação.

No âmbito externo, a possibilidade de o Fed reduzir o programa de recompra mensal de títulos, que foi adotado para estimular a retomada da economia americana, teve como efeito aumento de juros em todo o mundo. Com menor demanda, o preço dos papéis caiu e a taxa de retorno aumentou. As NTN-Bs no Brasil também sofreram o impacto com as especulações sobre a decisão do Fed.

O ponto principal para os investidores em títulos do Tesouro é incorporar a noção de que papéis de longo prazo, mesmo com rendimento indexado à inflação, podem apresentar fortes oscilações. É preciso definir com clareza o objetivo do investimento e estar preparado para a volatilidade. E, eventualmente, aproveitar as oportunidades de compra e venda que podem aparecer no curto prazo.

