

Trajetória do IMA reflete as mudanças ocorridas no mercado de títulos

O IMA - Índice de Mercado ANDIMA, família de índices construída com base no estoque de títulos federais em mercado, foi criado pela Associação em abril de 2005, a partir da experiência adquirida com o IRF-M, calculado a partir de 2000 em conjunto com a BM&F, como representante dos títulos prefixados. O novo parâmetro surgiu como resposta a uma demanda de parte do mercado e das autoridades por indicadores mais amplos, em função da estratégia do Tesouro Nacional de reduzir a parcela cambial e indexada a títulos atrelados a taxas de juros de curtíssimo prazo. Neste sentido, a ANDIMA firmou convênio com o Tesouro visando a obter as informações primárias para o cálculo do índice e criou, no âmbito do Comitê de Precificação de Ativos, a

Comissão de Benchmarks, destinada a acompanhar sua trajetória e divulgação.

Em fevereiro de 2007, em função de solicitação dos representantes da Comissão, a ANDIMA passou a divulgar a série histórica retroativa a dezembro de 2001. A série contempla períodos críticos na história econômica recente do país, que se refletiram na dívida mobiliária e na com-

posição das carteiras, tais como o aumento da percepção de riscos, com reflexos nos preços e demanda de ativos; as atuações das autoridades no sentido de adequar as necessidades de financiamento e composição de portfólios; a velocidade da recomposição das carteiras, adaptando-se ao cenário de menor aversão a riscos; os efeitos da estratégia de mudança da composição e alongamento de prazos; e as perspectivas para realocação das carteiras de renda fixa. Esses movimentos são capturados nas séries históricas dos subíndices do IMA, como demonstrado a seguir.

A crise das LFT

A série histórica retroativa do IMA se inicia no período que antecedeu uma grave crise, cujos

IMA - Índice de Mercado ANDIMA	
Nome	Composição
IRF-M	Todas as LTN e NTN-F
IMA-S	Todas as LFT *
IMA-C	Todas as NTN-C
IMA-C 5	Todas as NTN-C com prazo menor ou igual a 5 anos
IMA-C 5+	Todas as NTN-C com prazo maior do que 5 anos
IMA-B	Todas as NTN-B
IMA-B 5	Todas as NTN-B com prazo menor ou igual a 5 anos
IMA-B 5+	Todas as NTN-B com prazo maior do que 5 anos
IMA Global	Agregado do IRF-M, IMA-S, IMA-C e IMA-B

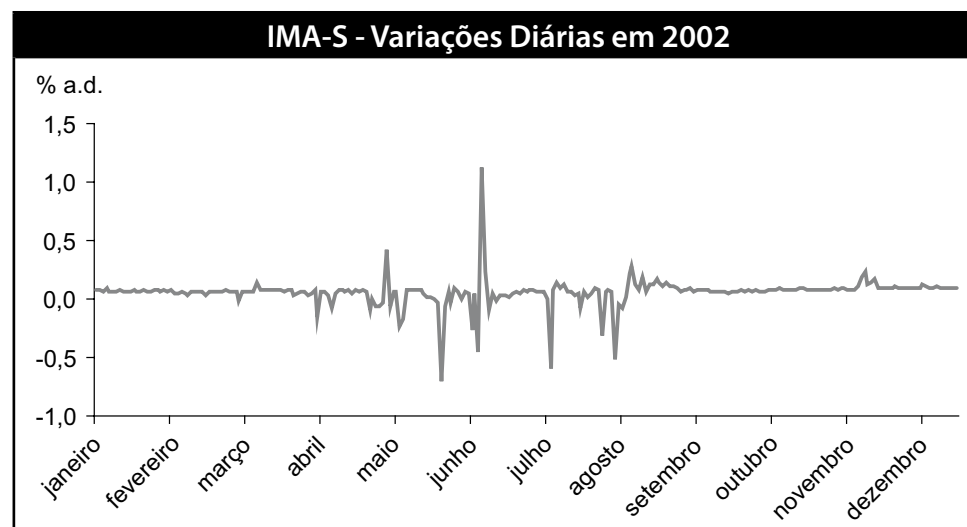
Obs.: Só fazem parte dos índices os títulos negociáveis no mercado secundário.
* Não inclui LFT-A, LFT-B.

efeitos atingiram o segmento financeiro, e que foi deflagrada por fatores técnicos em conjunto com o cenário político de uma eleição presidencial. Embora a série não expressasse a dívida mobiliária como um todo – os títulos cambiais, que representavam parcela significativa na época, não foram incorporados ao índice –, o comportamento dos demais segmentos refletia o ciclo depreciativo dos preços de títulos denominados em reais, mesmo para aqueles até então considerados livres de risco de mercado. A chamada “crise das LFT” teve início nos primeiros meses de 2002, motivada pela discussão sobre a implementação da regra de marcação a mercado das carteiras.

A prática da marcação a mercado alinhou a regulamentação brasileira aos padrões internacionais, mas aprofundou um ciclo depreciativo dos preços dos títulos no primeiro momento. Até

junho de 2002, o IMA-S havia variado 5,55% no ano, contra uma variação de 8,68% da Taxa SELIC. Somente em maio, o índice registrou taxa de -0,42%. Tais diferenças são importantes, uma vez que o histórico de rentabilidade dos títulos que compõem o IMA-S acompanhava muito de perto as taxas de curto prazo – DI e SELIC –, especialmente esta última, por sua característica de remuneração. Em função desse aspecto, as LFT compunham grande parte da carteira dos fundos de investimento. Esse movimento afetou a confiança de investidores que

consideravam suas aplicações livres de risco, gerando um ciclo de resgates expressivos. A atuação do BC e do Tesouro estancou o movimento de depreciação dos preços de ativos, à custa de expressiva monetização do mercado e encurtamento da dívida.



O processo de redução sistemática dos juros básicos foi retomado em setembro de 2005, criando as condições ideais para a consolidação de um ambiente favorável à assunção de posições prefixadas e indexadas em títulos com maior *duration*

Os reflexos das eleições presidenciais

Às vésperas da posse do presidente eleito, Luiz Inácio Lula da Silva, criou-se um cenário de forte aversão ao risco, o que contribuiu para que a parcela dos títulos indexados ao IGP-M e à Taxa SELIC crescesse expressivamente no final do ano, em detrimento da prefixada, que se tornou residual (3,3%). A participação das NTN-C na carteira do IMA aumentou, não somente pela colocação líquida de títulos, mas também pela valorização nominal, uma vez que o IGP-M variou 25,31% em 2002. No caso do IMA-S, a alta refletiu uma elevação de cerca de sete pontos na meta da Taxa SELIC no último trimestre daquele ano (de 18 para 25% ao ano, entre setembro e dezembro), e da estratégia de amortecimento da

volatilidade das carteiras pelas autoridades. No segundo semestre do ano, a regra de marcação a mercado foi afrouxada para os títulos com respectivação diária – caso das LFT de até um ano, cuja colocação era maciça até então.

A retomada da estratégia de mudança do perfil da dívida (2004/2007)

A partir de 2003, o cenário de incerteza foi atenuado, e as perdas registradas no ano anterior foram parcialmente compensadas. O período de acomodação de expectativas permitiu ao governo, a partir de 2004, implementar uma estratégia de mudança do perfil da dívida mobiliária, reduzindo significativamente a dívida denominada em dólar e estabelecendo um novo padrão de financiamen-

to, capaz de possibilitar a mitigação da percepção de riscos pelo mercado, com elevação da *duration* dos papéis colocados e construção de curva de rendimentos para a economia. A queda da taxa básica de juros era condição essencial para que tal processo fosse iniciado, e a melhora do ambiente macroeconômico já apontava neste sentido.

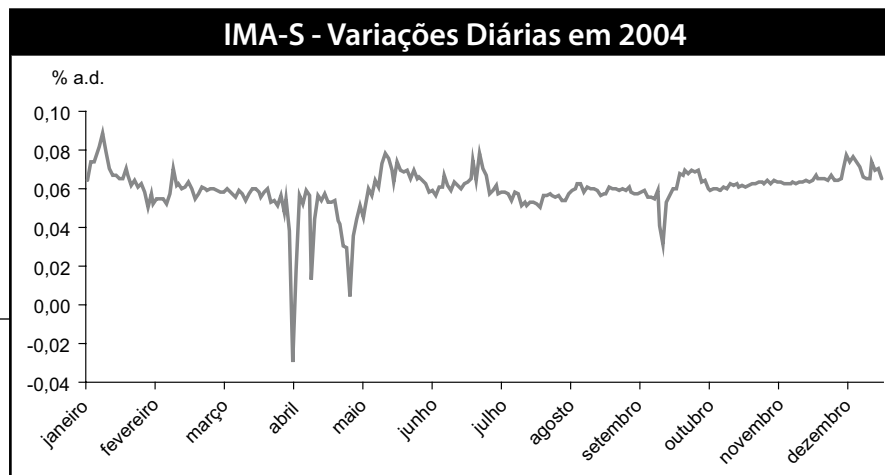
Essa estratégia, porém, não foi implementada de forma linear. Houve períodos de descontinuidade, fruto de repiques da inflação e revisões altistas de expectativas inflacionárias, conjugados com temores advindos do cenário externo, levando o Banco Central a optar por reverter a trajetória de redução dos juros (veja gráficos do IMA-S em 2004 e do IPCA em 2005).

O processo de redução sistemática dos juros básicos foi retomado em setembro de 2005, criando as condições ideais para a consolidação de um

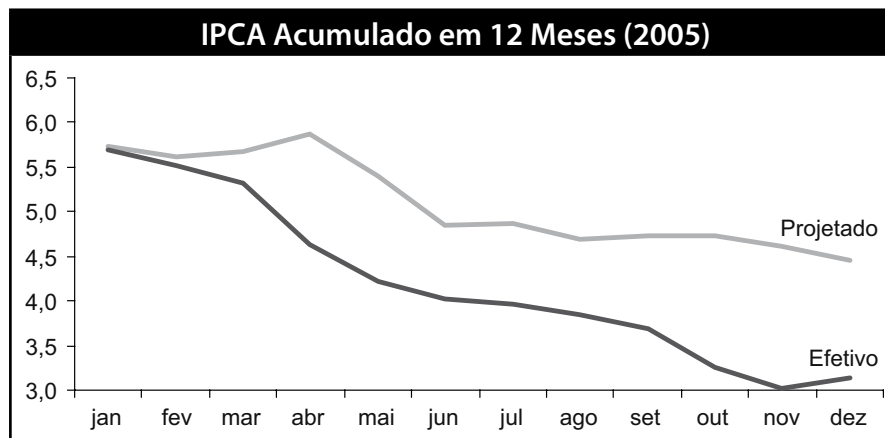
ambiente favorável à assunção de posições prefixadas e indexadas em títulos com maior *duration*, além de favorecer a estratégia do governo de melhorar o perfil da carteira da dívida em mercado. Medidas pontuais como a isenção de Imposto de Renda para investidores não-residentes sobre os rendimentos de títulos públicos intensificou esse movimento, principalmente para ativos de longo prazo, o que vem pavimentando o caminho para um novo paradigma na percepção risco e retorno dos agentes.

Uma análise específica da trajetória do IMA para o ano de 2007 comporta dois cená-

rios distintos. Até o meio do ano, o ambiente macroeconômico favorável (perspectiva de inflação controlada para curto e médio prazos, reduções consecutivas da Taxa SELIC, bons



Fonte e elaboração: ANDIMA.



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: ANDIMA.

resultados externo e fiscal) permitiu a continuidade do processo de redução dos juros, o que fez com que aplicações mais voláteis obtivessem melhores retornos no período, em comparação com aplicações menos arriscadas. Isto se refletiu em todas as subcategorias do IMA, que registraram rentabilidades superiores ao DI (ver tabela 1).

Rentabilidades			
Período	1º semestre	2º semestre	Total 2007
DI CETIP	6,00%	5,48%	11,82%
IRF-M	7,56%	2,96%	10,73%
IMA-C 5	6,88%	10,56%	18,15%
IMA-C 5+	22,65%	3,76%	27,26%
IMA-C	18,78%	5,14%	24,87%
IMA-B 5	9,20%	3,65%	13,17%
IMA-B 5+	21,55%	-2,02%	19,10%
IMA-B	13,03%	0,89%	14,04%
IMA-S	6,04%	5,53%	11,91%
IMA Geral	8,70%	3,62%	12,63%

Cabe ressaltar que os índices compostos por títulos com maiores *durations* - o IMA B5+ e o IMA C5+ - se destacaram com rentabilidades de 22,65% e 21,55%, respectivamente. O motivo da boa performance foi a consolidação da percepção de que a estimativa dos juros reais da economia brasileira para o longo prazo continuava exacerbada ante a queda da avaliação de riscos potenciais. Embora esse movimento tenha sido desencadeado a partir 2006, o patamar de taxas no primeiro semestre de 2007 ainda foi percebido como uma janela de oportunidade, principalmente pelos fundos de pensão e investidores estrangeiros. A forte demanda por esses títulos e a perspectiva de uma mudança estrutural da economia fez com que a taxa de juros real de longo prazo exigida recuasse para um nível abaixo de 6%. Vale

destacar que a procura por esses ativos proporcionou uma colocação líquida das NTN-B de R\$ 30 bilhões até junho.

A partir do final de julho, contudo, o agravamento da crise imobiliária americana e o risco de contágio para outros mercados provocaram um



Fonte: Banco Central - Focus. Elaboração: ANDIMA.

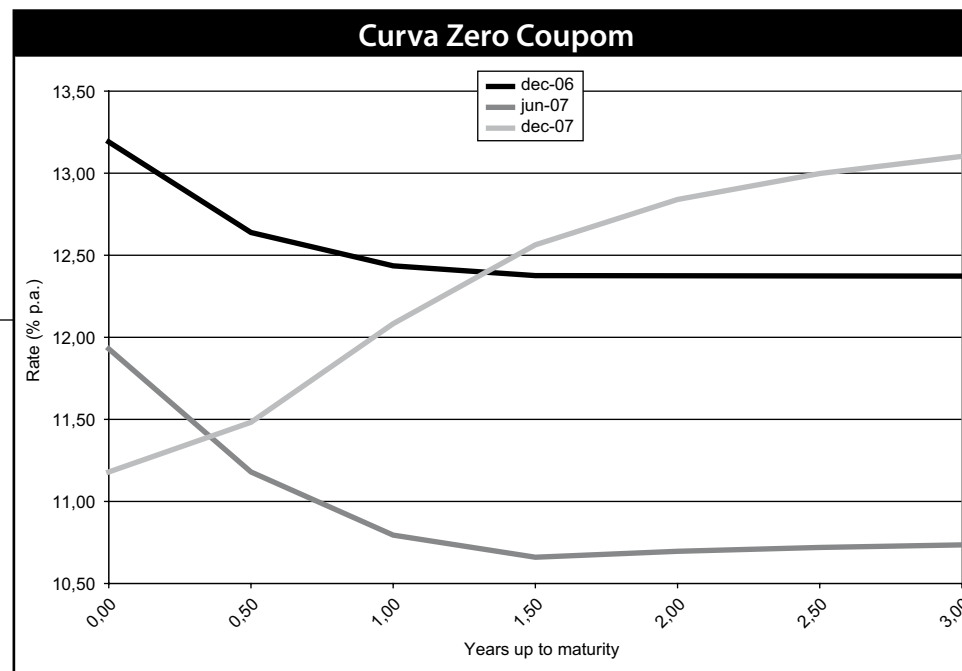
novo cenário de aversão ao risco por parte dos investidores. Além disso, a expectativa de inflação no país piorou bastante no segundo semestre, principalmente em razão da alta do petróleo e de *commodities* no mercado internacional, conjugada com o aumento de preços dos alimentos no mercado doméstico.

Composição IMA Geral (% carteira total)			
Período	Dez/06	Jun/07	Dez/07
IRF-M	38,22	40	38,15
IMA-C 5	1,83	1,42	1,41
IMA-C 5+	5,35	5,52	5,55
IMA-C	7,18	6,95	6,95
IMA-B 5	11,8	10,57	11,87
IMA-B 5+	4,79	8,65	9,03
IMA-B	16,59	19,22	20,9
IMA-S	38,02	33,84	34

Essa conjuntura desfavorável levou o Copom a interromper o processo de redução dos juros básicos em setembro, o que fez com que a curva prefixada abrisse na parte longa da sua trajetória. A partir de

outubro, a curva de juros reverteu a tendência e passou a apresentar inclinação positiva, refletindo, nesse caso, a piora da percepção risco/retorno dos agentes.

Tal quadro comprometeu a demanda de determinados segmentos de investidores, tais como os estrangeiros, e dificultou a colocação de títulos de longo prazo. Desta forma, o Tesouro Nacional não conseguiu aumentar mais a *duration* média dos títulos prefixados (IRFM) e indexados ao IPCA (IMA-B) nesse período.



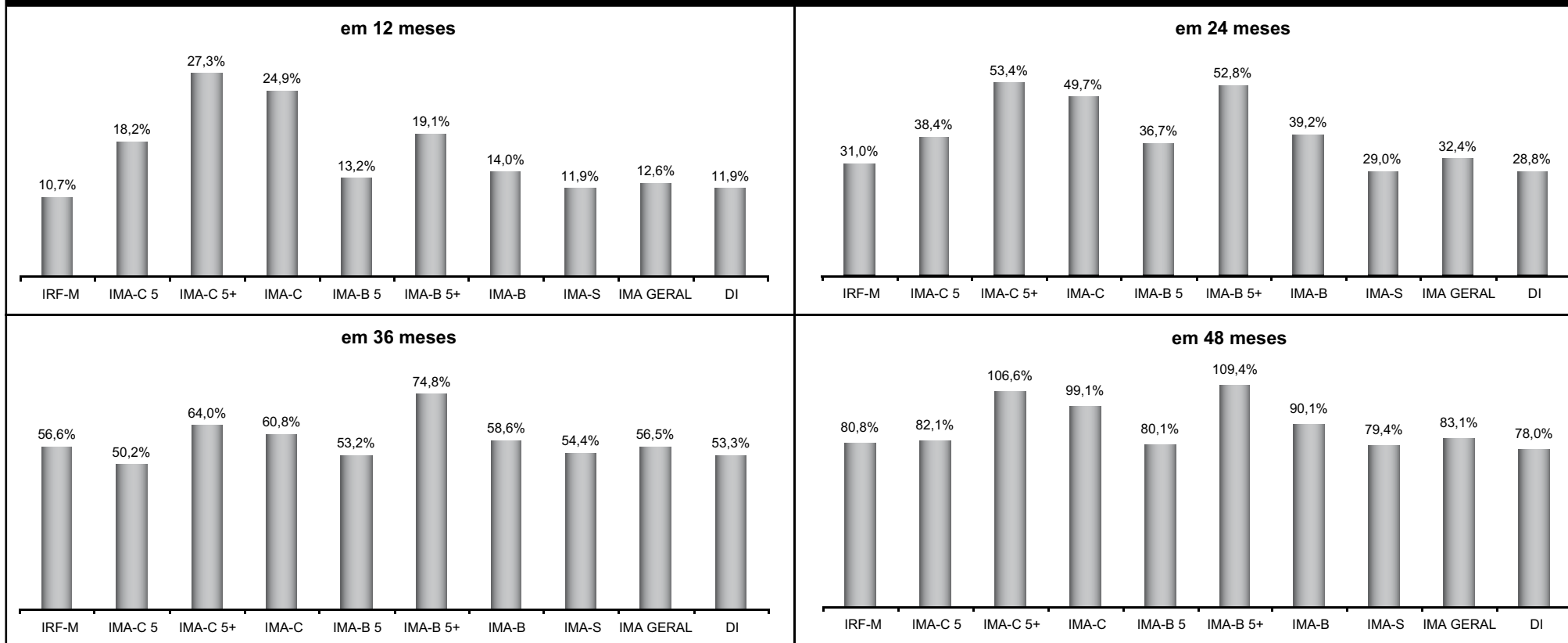
Fonte e elaboração: ANDIMA.

Duration (em meses)			
Período	Dez/06	Jun/07	Dez/07
IRF-M	8,8	11,7	11,3
IMA-C	63,6	70,3	67,0
IMA-B	39,7	49,3	48,1

Emissões Líquidas	1º sem 2007	2º sem 2007
LTN	(18.729,03)	(45.169,73)
NTN-F	61.660,07	8.311,98

Para 2008, a perspectiva é de continuidade do clima de incerteza, o que tende a levar os investidores a manter uma atitude mais conservadora e menor exposição ao risco no mercado de títulos

IMA - Rentabilidades



Fontes: ANDIMA e CETIP. Elaboração: ANDIMA.

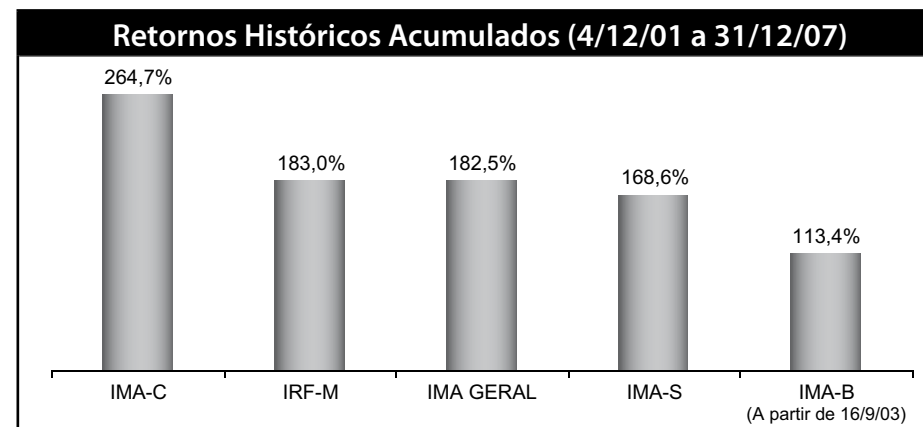
IMA - Rentabilidades Acumuladas						
Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007
IRF-M	20,05	28,28	15,44	19,54	18,30	10,73
IMA-C 5	34,57	26,72	21,23	8,53	17,13	18,15
IMA-C 5+	37,42	40,30	26,00	6,87	20,56	27,26
IMA-C	36,44	33,62	23,87	7,39	19,88	24,87
IMA-B 5	--	--	17,57	12,05	20,80	13,17
IMA-B 5+	--	--	19,79	14,37	28,33	19,10
IMA-B	--	--	19,85	13,89	22,09	14,04
IMA-S	16,07	27,36	16,22	19,71	15,24	11,91
IMA Geral	18,75	28,30	17,05	18,21	17,53	12,63
Taxa SELIC	19,17	23,35	16,25	19,05	15,08	11,88

Fontes: ANDIMA e Banco Central. *Elaboração:* ANDIMA.

Com a reversão do cenário, a rentabilidade de quase todas as categorias de títulos foi inferior ao IMA-S, que variou 5,53%. A única exceção ocorreu no subíndice IMA-C 5 (carteira de títulos indexados ao IGP-M com menos de cinco anos de maturidade), cujo rendimento atingiu 10,56% no período, resultado da trajetória ascendente do IGP-M no segundo semestre (variação acumulada

de 6,20% entre julho e dezembro).

Para 2008, ainda que a piora da percepção do cenário externo não reverta o círculo virtuoso do cenário doméstico nos últimos anos, a perspectiva é de continuidade do clima de incerteza, o que tende a levar os investidores a manter uma atitude mais conservadora e menor exposição ao risco no mercado de títulos. Tudo indica, portanto, que os



Fonte: ANDIMA e Tesouro Nacional. *Elaboração:* ANDIMA.

indicadores dos segmentos da dívida com maior *duration* não devem repetir a queda de rentabilidade ocorrida no segundo semestre, mas terão sua trajetória ascendente atenuada por um ambiente de maior cautela dos investidores.

Sandro Baroni Selaimen
Gerente da Área Técnica