

## PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS

MARCAÇÃO  
A MERCADO



MARCAÇÃO  
NA CURVA



O mercado de renda fixa é o ambiente em que tomador (devedor) e investidor (credor) se reúnem para negociar títulos de dívida pública ou privada. O tomador deseja adquirir recursos financeiros e o investidor deseja disponibilizá-los. Portanto, quando compramos um título público, estamos emprestando recursos ao Tesouro Nacional (devedor) e quando um banco vende um Crédito de Depósito Bancário - CDB, ele está tomando emprestado recursos do investidor, que pode ser o cliente desse mesmo banco, por exemplo.

Ao negociar um título no mercado, diversas condições precisam ser previamente definidas, entre as quais, o preço de aquisição do título, o prazo para recebimento, o preço no vencimento (que é quando o título atinge seu prazo final e a remuneração deve ser paga) e, principalmente, a taxa de juros pactuada.

No final das contas, costuma-se dizer que tomador e investidor comercializam recursos financeiros e a taxa de juros é o custo desses recursos que estão sendo negociados.

Como todo bem ou serviço comercializável, há oferta e demanda por recursos (crédito). Quando há excesso de oferta de recursos na economia, o custo do dinheiro (juros) cai. Quando a economia vai mal ou por qualquer outro motivo há redução da oferta de recursos, o custo do dinheiro sobe. E assim, todos os dias, milhares de agentes tomadores e investidores definem novos preços para cada um dos títulos disponíveis no mercado, fazendo com que as taxas de juros caiam ou subam.

A variação de preços de títulos e, portanto, da taxa de juros, ocorre a todo instante, sendo possível que um mesmo título seja negociado por diferentes preços/taxas, inclusive, ao longo de um mesmo dia. A exemplo de um título que pode ser adquirido em um determinado dia mediante remuneração de 10% a.a. e, no dia seguinte, esse mesmo título passa a ser negociado a 9,5% a.a. ou a 11% a.a., a depender das mudanças no ambiente de negociação.

Feita essa introdução, é importante definirmos critérios para precificação de um título em um dado momento. A clareza quanto às regras para precificação de um título é fundamental para que tomadores e investidores possam negociá-lo de forma adequada.

Usualmente, são utilizados dois critérios para contabilização do valor de um título: a Marcação na Curva e a Marcação a Mercado.

## **Marcação na Curva**

Nessa metodologia, o título é contabilizado pelo valor de aquisição, somado aos rendimentos dos juros e da correção do saldo pelo indexador contratado (IPCA, por exemplo), se for o caso.

Títulos marcados na curva praticamente não apresentam volatilidade, pois a evolução do seu preço até o vencimento é constante e previsível. O preço do título marcado na curva não está sujeito à volatilidade do mercado, pois independe de alterações na relação de oferta e demanda.

Normalmente, essa metodologia de precificação é utilizada para títulos que não estão disponíveis para negociação, ou seja, nesse caso, o detentor do título pretende mantê-lo até o seu vencimento.<sup>1</sup>

## Marcação a Mercado

Nessa metodologia, o título é contabilizado pelo preço que o mercado está disposto a pagar em um determinado momento, independente das condições contratuais originalmente pactuadas pelo detentor do título. O preço oferecido pelo mercado, portanto, estará sujeito às condições de negociação para esse título.

Os títulos marcados a mercado estão sujeitos à volatilidade em decorrência de alterações na relação de oferta e demanda. Ou seja, a depender do momento do mercado e do interesse de investidores por esse título, seu preço pode subir ou cair.

Uma das características da marcação a mercado é que ela permite a precificação realista e transparente do título. Outra característica é que um título marcado a mercado pode apresentar rentabilidade negativa em momentos de maior *stress* do mercado, quando o preço do título tende a cair muito.

Normalmente, utiliza-se a marcação a mercado para títulos que estão disponíveis para negociação/venda. Nesse caso, mesmo diante da opção de mantê-lo até o vencimento, o investidor estaria disposto a vendê-lo antecipadamente por necessidade de liquidez ou por decidir adquirir outro título, por exemplo.

Uma característica comum entre as duas metodologias de contabilização é o preço do título na data de vencimento, que é idêntico em qualquer um dos casos. Tanto na marcação na curva quanto na marcação a mercado, se os títulos são mantidos até o seu vencimento pelo investidor, este tem a garantia de receber o valor e a rentabilidade pactuados na emissão desses títulos.

Portanto, preço e rentabilidade podem diferir ao longo da trajetória do título, mas não na data do seu vencimento. Na verdade, até a data de vencimento, há convergência de preço e rentabilidade do título quando comparados os dois métodos de precificação.

## Para melhor compreensão, confira nos exemplos a seguir, como ocorre a precificação dos títulos de renda fixa marcados na curva e marcados a mercado:

a) **Marcação na Curva** - a rentabilidade a ser auferida, levando o título até seu vencimento, terá como base a taxa de juros acordada no momento da realização do investimento.

---

<sup>1</sup> Importante destacar que a marcação na curva, muitas vezes, transmite uma falsa sensação de estabilidade no rendimento, porque o preço não considera as condições de mercado. No entanto, se o detentor do título marcado na curva decide vendê-lo, será necessário marcar esse título a mercado o que poderá gerar prejuízo ao investidor, a depender das condições de mercado vigentes.

Para ilustrar, vamos tomar como exemplo que um título do Tesouro Nacional foi adquirido nas seguintes condições:

- Data da compra: **01/01/2022**
- Data de vencimento: **01/01/2028**
- Taxa de juros: **7% ao ano**
- Valor final do título: **R\$ 1.000,00**
- Preço de aquisição: **R\$ 666,34**

Assumindo que esse título será mantido até o vencimento, o preço do ativo será corrigido anualmente a 7%, independente das condições de mercado, como demonstrado a seguir:

Exemplo	Nova Taxa de Juros	Valor (R\$)					
		2023	2024	2025	2026	2027	2028
X	5% a.a.	712,98	762,89	816,30	873,44	934,58	1.000,00
Y	12% a.a.	712,98	762,89	816,30	873,44	934,58	1.000,00

Observe que, mesmo diante de alterações na taxa de juros, caindo para 5% ao ano (exemplo X) ou subindo para 12% ao ano (exemplo Y), o preço do título segue uma trajetória previsível, conforme as condições contratadas, de 7% ao ano até o seu vencimento em 2028.

b) **Marcação a Mercado** – a precificação do título obedecerá às regras de mercado, ou seja, estará sujeita a mudanças nas condições de mercado, em especial, alterações na taxa de juros.

Para ilustrar, vamos utilizar as mesmas condições financeiras do exemplo anterior:

- Data da compra: **01/01/2022**
- Data de vencimento: **01/01/2028**
- Taxa de juros: **7% ao ano**
- Valor final do título: **R\$ 1.000,00**
- Preço de aquisição: **R\$ 666,34**

Assumindo que esse título esteja disponível para que seja negociado, vamos supor que um ano após a aquisição, decidimos vendê-lo. Nessa ocasião, podemos encontrar as seguintes situações:

Exemplo	Nova Taxa de Juros	Preço da Venda (R\$)	Lucro / Prejuízo (R\$)	Lucro %
W	5% a.a.	783,53	117,19	17,59
Z	12% a.a.	567,43	-98,91	-14,84

Observe que, no exemplo W, a redução dos juros de 7% ao ano para 5% ao ano foi suficiente para gerar lucro de 17,59% na venda antecipada do título. No entanto, no exemplo Z, o aumento dos juros de 7% para 12% gerou perdas de (-14,84%) para o investidor.

Assim, desde a data da compra até a data do vencimento do título, haverá oscilação no preço de venda do ativo, o que pode decorrer de vários fatores que afetam as condições do mercado, em alguns casos, positivamente, em outros casos, negativamente.

Cabe destacar que, nesse exemplo, a decisão foi de vender o ativo antes do seu vencimento. No entanto, mesmo que a decisão fosse de não vender, o extrato desse investimento demonstraria um potencial ganho (exemplo W) ou um potencial prejuízo (exemplo Z). Não obstante as mudanças das condições do mercado, se a decisão for de levar esse título até o seu vencimento, seria garantido o recebimento do valor de contrato de R\$ 1.000,00 em 2028.

## **Então, como isso tudo impacta o desempenho dos investimentos realizados pela Previnorte?**

As carteiras de investimentos são construídas e precificadas de acordo com as características dos planos: Benefício Definido (BD) e Contribuição Definida (CD).

Nos planos BD, os títulos de renda fixa são adquiridos e mantidos até o seu vencimento. Por esse motivo, a evolução do seu saldo é demonstrada ao longo do tempo, conforme a metodologia da marcação na curva, ou seja, a referência do preço do ativo é a taxa de juros contratada no momento da aquisição do título.

Assim, para esses casos, o preço do título não está sujeito às condições do mercado e, portanto, não oscila em decorrência de fatores tais como redução ou aumento do risco, tanto quanto em decorrência de alterações na taxa básica de juros da economia (taxa Selic).

Já nos planos CD, os títulos de renda fixa estão disponíveis para negociação a qualquer momento, mesmo que essa não seja a intenção original. Por esse motivo, os ativos precisam obrigatoriamente ser precificados em condições de mercado e não nas condições originalmente contratadas.

Na prática, os títulos de renda fixa de um plano CD podem ser vendidos a qualquer momento e, para isso, o valor contábil desse título precisa estar registrado pelo preço que o mercado está disposto a pagar.

A avaliação de um título pelo mercado está sujeita a diversas variáveis, entre as quais é possível destacar a inflação e taxa Selic. De forma geral, é possível assumir que, se o risco aumenta, a taxa Selic aumenta e o preço dos títulos cai. Se o risco reduz, a taxa Selic cai e o preço do título aumenta.

**Dessa forma:**

**maior risco (aumento da taxa de juros) → queda do preço do ativo**  
**menor risco (queda da taxa de juros) → aumento de preço do ativo**

Entre os objetivos da marcação a mercado adotada nos planos CD, está a busca por maior transparência na gestão dos investimentos. Se por algum motivo um título precisar ser vendido não será necessário precificá-lo, pois o valor contabilizado já representa o preço real daquele ativo para aquele momento específico. Por outro lado, se os gestores resolverem manter esse título em carteira até o vencimento, ao longo do tempo, haverá convergência do seu preço ao valor contratado.

A marcação a mercado de ativos permite que a cotização de resgates ocorra em conformidade com as condições vigentes e, portanto, não ocorra a transferência de eventuais prejuízos para um período posterior, o que impactaria participantes que resgatassem suas cotas no futuro.

É importante destacar que existem regras claras para a precificação de ativos em planos BD (marcados na curva) e planos CD (marcados a mercado) e, portanto, não há autonomia para que as fundações optem por uma alternativa ou outra. A adoção de uma metodologia ou outra busca atender normas definidas pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc, Resolução nº 37, de 13.03.2020) e, por si só, não altera o direito dos participantes em relação aos investimentos que compõe seu patrimônio na Fundação.

## **E o contexto atual, como está?**

Desde junho de 2021, o Banco Central do Brasil vem adotando uma política de elevação das taxas de juros, que saíram de 2% em janeiro de 2021 e atingiram 13,25% em junho de 2022. Esse aumento de juros tem o objetivo de combater a inflação, movimento que vem sendo acompanhado por outros países.

Tanto nos planos BD quanto nos planos CD, o movimento de alta de juros acaba por se tornar uma oportunidade para que se invista em títulos com baixo risco de inadimplência e remuneração que, no longo prazo, supera a meta de rentabilidade dos planos. Portanto, aos poucos, aproveitamos tais oportunidades, adquirindo alguns desses títulos e adicionando-os às carteiras dos planos.

Nos planos BD, não é necessário aguardar o pico do ciclo dos juros para adquiri-los, desde que a taxa contratada seja superior à meta de rentabilidade dos planos. No caso dos planos CD, devido à oscilação do preço dos títulos em momentos de maior *stress* do mercado, compramos pouco no início do ciclo de alta e aceleramos as compras quando entendemos que o ciclo de alta está perto do fim.

Portanto, mesmo que sejamos conservadores, comprando aos poucos, parte das posições compradas em renda fixa acabam sendo penalizadas quando há alta adicional dos juros, o que prejudica o desempenho geral dos planos CD no curto prazo.

No entanto, é importante destacar que, em algum momento, esse ciclo de alta se encerra e os juros retornam para um patamar entendido como razoável. Nesse momento, é desejável ter uma carteira de renda fixa robusta, aderente à Política de Investimentos dos planos, e pronta para se beneficiar de uma marcação a mercado positiva, com a queda dos juros.

A Previnorte conta com uma estrutura de suporte especializada para que as decisões ocorram de forma a otimizar a relação risco-retorno dos investimentos, inclusive na renda fixa. Tanto a equipe própria quanto os gestores contratados monitoram o ambiente macroeconômico de perto e possuem muitos anos de experiência, o que certamente contribui para que os planos tenham um desempenho adequado no médio prazo, como tem sido nos últimos 34 anos.