

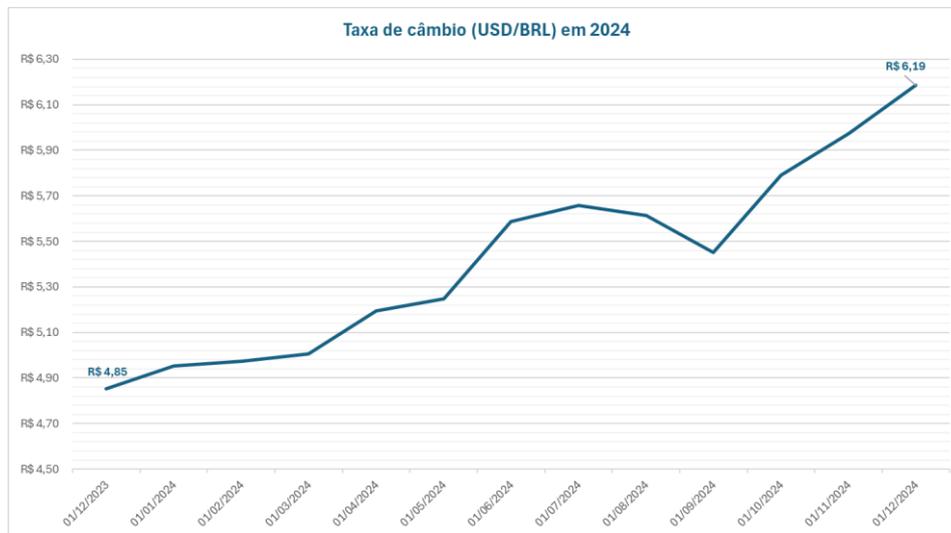
Resultado dos investimentos em 2024 e perspectivas para 2025

Desempenho econômico

O final de 2024 ficou bem diferente do que as previsões econômicas indicavam no começo do ano. O grande ponto de virada foi a piora na percepção do mercado sobre as contas públicas do Brasil no médio e longo prazo. Com maior incerteza sobre a situação fiscal, o risco da economia brasileira aumentou, o que, em condições normais, leva à desvalorização do Real. Isso acontece porque, se a diferença entre os juros daqui e os do exterior não mudar, o aumento do risco faz com que o Real perca atratividade, resultando na sua desvalorização. E foi exatamente isso que aconteceu em 2024.

Com o aumento do pessimismo, o dólar disparou: no início do ano, a cotação era de R\$ 4,85, mas fechou dezembro em R\$ 6,18, como mostra o gráfico abaixo. Essa alta do câmbio elevou os custos da economia, pressionando a inflação. No primeiro Relatório Focus de 2024, a expectativa era de que o dólar ficasse em torno de R\$ 5,00 e a inflação (IPCA) fechasse o ano em 3,90%. Mas, na prática, o cenário foi bem diferente: o dólar bateu R\$ 6,18 e o IPCA subiu para 4,8%, ultrapassando o teto da meta, que era de 4,5%.

Gráfico I. Desempenho da taxa de câmbio (USD/BRL) em 2024



Com a moeda se desvalorizando e os preços subindo, outra variável essencial também sofreu impacto: a taxa de juros. No Brasil, o Banco Central usa o regime de metas de inflação, e seu principal objetivo é manter a inflação dentro do limite estabelecido. Para isso, a ferramenta principal é a taxa Selic.

Imagem I. Relatório Focus (05/01/2024)

| BANCO CENTRAL DO BRASIL | | Focus | | Relatório de Mercado | | Expectativas de Mercado | | | | | | | | | | | | 5 de janeiro de 2024 | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------------|--|--------------|-------------|----------------------|----------------|-------------------------|--------------|-----------|--------------|-------------|------|----------------|----------|--------------|-----------|--------------|-------------|----------------------|----------------|----------|--------------|-----------|--------------|-------------|------|----------------|----------|--------------|-----------|
| | | | | | | 2023 | | | | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | | | | | | | | | |
| | | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** |
| Mediana - Agregado | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| IPCA (variação %) | | 4,51 | 4,46 | 4,47 | ▲ (1) | 147 | 4,54 | 44 | 3,93 | 3,90 | 3,90 | ▲ (1) | 145 | 3,83 | 44 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | ▲ (74) | 131 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | ▲ (27) | 121 | | | | |
| PIB Total (variação % sobre ano anterior) | | 2,92 | 2,92 | 2,92 | ▲ (4) | 108 | 2,93 | 30 | 1,51 | 1,52 | 1,59 | ▲ (1) | 106 | 1,50 | 29 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | ▲ (4) | 85 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | ▲ (22) | 74 | | | | |
| Câmbio (R\$/US\$) | | 4,95 | - | - | - | - | - | - | 5,00 | 5,00 | 5,00 | ▲ (4) | 114 | 5,00 | 32 | 5,10 | 5,03 | 5,00 | ▼ (4) | 95 | 5,15 | 5,10 | 5,10 | ▲ (2) | 80 | | | | |
| Selic (% a.a) | | 11,75 | - | - | - | - | - | - | 9,25 | 9,00 | 9,00 | ▲ (2) | 138 | 9,25 | 37 | 8,50 | 8,50 | 8,50 | ▲ (5) | 128 | 8,50 | 8,50 | 8,50 | ▲ (23) | 110 | | | | |

Quando as expectativas de inflação pioram, o Banco Central precisa aumentar os juros para tentar segurar a alta de preços, reduzindo o consumo e equilibrando oferta e demanda. Agora, olhando para o Relatório Focus já em 2025, dá para ver como as projeções de 2024 ficaram longe da realidade. O PIB cresceu mais do que o esperado – uma surpresa positiva –, mas o câmbio e a inflação também subiram bastante.

Imagem II. Relatório Focus (03/01/2025)

| BANCO CENTRAL DO BRASIL | | Focus | | Relatório de Mercado | | Expectativas de Mercado | | | | | | | | | | | | 3 de janeiro de 2025 | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------------|--|--------------|-------------|----------------------|----------------|-------------------------|--------------|-----------|--------------|-------------|-------|----------------|----------|--------------|-----------|--------------|-------------|----------------------|----------------|----------|--------------|-----------|--------------|-------------|------|----------------|----------|--------------|-----------|
| | | | | | | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | | 2027 | | | | | | | | | | | |
| | | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** |
| Mediana - Agregado | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| IPCA (variação %) | | 4,84 | 4,90 | 4,89 | ▼ (2) | 149 | 4,85 | 58 | 4,59 | 4,96 | 4,99 | ▲ (12) | 147 | 4,99 | 57 | 4,00 | 4,01 | 4,03 | ▲ (2) | 137 | 3,58 | 3,83 | 3,90 | ▲ (5) | 122 | | | | |
| PIB Total (variação % sobre ano anterior) | | 3,39 | 3,49 | 3,49 | ▲ (7) | 112 | 3,50 | 33 | 2,00 | 2,01 | 2,02 | ▲ (1) | 110 | 2,06 | 32 | 2,00 | 1,80 | 1,80 | ▲ (1) | 90 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | ▲ (76) | 77 | | | | |
| Câmbio (R\$/US\$) | | 5,95 | 6,05 | - | - | - | - | - | 5,77 | 5,96 | 6,00 | ▲ (10) | 120 | 6,00 | 35 | 5,73 | 5,90 | 5,90 | ▲ (1) | 100 | 5,69 | 5,80 | 5,80 | ▲ (2) | 87 | | | | |
| Selic (% a.a) | | 12,00 | - | - | - | - | - | - | 13,50 | 14,75 | 15,00 | ▲ (1) | 141 | 15,00 | 38 | 11,00 | 12,00 | 12,00 | ▲ (1) | 127 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | ▲ (4) | 110 | | | | |

Essas mudanças afetaram as previsões para a Selic. A expectativa para os juros em 2025 e 2026 era de 8,50% ao ano, mas agora subiram para 15% e 12% ao ano, respectivamente.

Esse combo de dólar alto, inflação descontrolada e aumento da taxa de juros criou um ambiente difícil para os investimentos no Brasil em 2024. No próximo trecho, vamos ver como os ativos locais decepcionaram e ficaram abaixo das expectativas do mercado.

Rentabilidade dos segmentos de mercado

Antes de falarmos sobre o desempenho das diferentes classes de ativos em 2024, vamos voltar um pouco no tempo e lembrar algumas projeções feitas no começo do ano passado.

Em 26/12/2023, o jornal Valor Econômico reuniu as estimativas das principais instituições financeiras sobre o Ibovespa no final de 2024, como mostra a imagem abaixo. Na época, três fatores foram fundamentais para as expectativas otimistas: o ótimo desempenho da bolsa em novembro e dezembro de 2023, a continuidade dos cortes na Selic e o início da redução dos juros nos EUA.

Imagem III. Projeções para o Ibovespa ao fim de 2024 (Valor Econômico)

Mais ganhos à frente

Projeções para o Ibovespa ao fim de 2024 - em pontos

| Instituição | 2024 |
|------------------|----------------|
| EQI Research | 160.000 |
| Santander | 160.000 |
| Bradesco BBI | 157.000 |
| Guide | 155.000 |
| Eleven | 146.000 |
| BofA | 145.000 |
| Itaú BBA | 145.000 |
| Morgan Stanley | 145.000 |
| Pantheon | 145.000 |
| Terra | 145.000 |
| Warren Rena | 143.294 |
| Andbank | 142.000 |
| Inter | 142.000 |
| J.P. Morgan | 142.000 |
| Safra | 142.000 |
| XP Investimentos | 142.000 |
| BB Investimentos | 141.000 |
| Genial | 141.000 |
| Órama | 140.000 |
| Ativa | 138.000 |
| RB Investimentos | 135.000 |
| Goldman Sachs | 122.000 |
| Média | 144.241 |
| Mediana | 142.647 |

Fontes: Instituições financeiras e consultorias.
Elaboração: Valor Data. Obs: Projeções coletadas em dez/23

Mas, como já vimos antes, esse cenário positivo foi se desfazendo ao longo do ano, e o Ibovespa acabou ficando bem abaixo do esperado. O aumento dos juros no Brasil pesou bastante nesse resultado, porque impacta o caixa das empresas (já que o custo da dívida aumenta) e torna os investimentos em ações menos atrativos.

Isso acontece porque, quando a taxa de juros sobe, os investidores exigem um retorno maior para correr riscos. No fim das contas, a decisão de investimento sempre passa pela mesma pergunta: "Esse retorno vale o risco que estou assumindo?" Com juros mais altos, ativos de risco – como ações, fundos estruturados e até novos negócios – precisam oferecer retornos ainda maiores para compensar. Caso contrário, os investidores preferem alternativas mais seguras.

Por isso, quando os juros estão altos, os investidores tendem a diminuir sua exposição a ativos de risco, pois conseguem bons retornos sem precisar correr riscos. Mas o impacto dos juros não fica só na renda variável. A renda fixa também sofre com as mudanças nas taxas de mercado.

A tabela abaixo mostra o desempenho dos principais índices de renda fixa da Anbima em 2024. Como dá para visualizar abaixo, os rendimentos variam bastante entre eles. Isso acontece porque os índices são ajustados conforme as taxas de juros mudam.

Resumindo: se um título tem uma parte prefixada e as taxas de mercado sobem, seu preço cai. O contrário também vale. Como os juros subiram bastante no ano passado, a maioria dos ativos de renda fixa teve baixa rentabilidade.

Os índices que mais importam para a nossa análise são os IMA-Bs, que acompanham os títulos NTN-B. Esses títulos combinam uma parte prefixada (a taxa de mercado) com uma parte pós-fixada (a inflação medida pelo IPCA). A diferença entre os IMA-Bs está no prazo de vencimento dos títulos. O IMA-B 5, por exemplo, tem papéis com vencimento de até 5 anos, enquanto o IMA-B 5+ tem títulos que vencem depois desse prazo. O índice IMA-B representa um meio-termo entre os dois.

Agora, vamos ver como esses índices se saíram em 2024. A Tabela I mostra que o IMA-B 5 (com títulos mais curtos) teve um retorno positivo de +6,16%. Já o IMA-B 5+ (com títulos mais longos) caiu -8,63%. Para entender melhor, vamos olhar os

principais títulos NTN-B e ver como suas taxas, durations (prazo médio ponderado dos fluxos de caixa de um título) e rentabilidades mudaram ao longo do ano.

Tabela I. Índices de Mercado Anbima (IMAs)

| índice | Rentabilidade 2024 |
|------------------|--------------------|
| IMA-B 5+ | -8,63% |
| IMA-B | -2,44% |
| IRF-M 1+ | -1,81% |
| IRF-M | 1,86% |
| IMA Geral | 5,10% |
| IMA-B 5 | 6,16% |
| IRF-M 1 | 9,46% |
| IMA-S | 11,11% |

O aumento da taxa de juros foi expressivo, subindo em média 2,32% no ano. E quanto maior a duration de um título, maior o impacto negativo da alta de juros. O contrário também acontece: quando os juros caem, os títulos de prazo mais longo tendem a valorizar mais.

Tabela II. Performance dos títulos NTN-B em 2024.

| NTN-B | Taxa Indicativa 29/12/23 | Taxa Indicativa 31/12/24 | Duration em 31/12/24 (Vencimento) | Rentabilidade 2024 |
|-------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------------|--------------------|
| 2026 | 5,20% | 8,01% | 1,533 | 6,08% |
| 2027 | 5,26% | 8,04% | 2,212 | 4,45% |
| 2028 | 5,22% | 8,12% | 3,210 | 1,27% |
| 2030 | 5,22% | 7,75% | 4,683 | -1,19% |
| 2032 | 5,32% | 7,74% | 5,982 | -3,52% |
| 2033 | 5,33% | 7,71% | 6,524 | -4,24% |
| 2035 | 5,34% | 7,65% | 7,610 | -6,09% |
| 2040 | 5,38% | 7,31% | 9,744 | -7,68% |
| 2045 | 5,48% | 7,40% | 11,264 | -9,92% |
| 2050 | 5,47% | 7,46% | 12,054 | -12,67% |
| 2055 | 5,47% | 7,44% | 12,892 | -13,70% |
| 2060 | 5,49% | 7,44% | 13,117 | -14,56% |

A mesma lógica se aplica aos títulos prefixados, representados pelos índices IRF-Ms. O IRF-M 1, que inclui papéis com vencimento de até 1 ano, teve um bom desempenho (+9,46%). Já o IRF-M 1+, que inclui títulos com prazos mais longos, registrou um retorno negativo de -1,81%.

O único índice que teve um desempenho consistentemente positivo em 2024 foi o IMA-S. Esse índice é formado por títulos pós-fixados atrelados à Selic (LFTs). Como eles acompanham a taxa básica de juros, tendem a se valorizar quando os juros sobem.

A renda fixa e a renda variável são os principais motores da rentabilidade dos nossos Planos e Perfis de Investimento. Mas ainda temos outros segmentos, como multimercados, empréstimos, investimentos no exterior e, em alguns casos, imóveis. Vamos avançar e analisar o desempenho geral dos planos em 2024, explorando essas outras classes de ativos.

Rentabilidade dos Planos

A Tabela III abaixo mostra um panorama consolidado dos investimentos da Eletros, dividindo-os por segmentos e destacando as diferentes rentabilidades dos planos em 2024. Vale lembrar que os números apresentados são estimativas da rentabilidade anual bruta, já que os dados oficiais ainda não foram divulgados.

Tabela III. Rentabilidade preliminar dos planos em 2024

| PLANO BD ELETOBRAS | | | PLANO CD PURO ELETOBRÁS - CONSOLIDADO | | |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------------------------------|---------------|---------------|
| Segmento | % | Rent. Ano | Segmento | % | Rent. Ano |
| Renda Fixa | 61,68% | 1,38% | Renda Fixa | 75,12% | 1,57% |
| Renda Variável | 18,94% | -13,19% | Renda Variável | 13,27% | -13,26% |
| Imóveis | 10,72% | 6,46% | Inv. Estruturados | 6,06% | 5,45% |
| Empréstimo | 3,48% | 11,07% | Imóveis | 2,73% | 6,53% |
| Inv. Exterior | 3,39% | 57,86% | Inv. Exterior | 1,68% | 57,80% |
| Inv. Estruturados | 1,78% | 2,65% | Empréstimo | 1,13% | 18,06% |
| Total do Plano | 100,0% | 0,34% | Total do Plano | 100,0% | 0,94% |
| PLANO CD ELETOBRÁS SALDADO | | | PLANO CV ONS ELETROS - CONSOLIDADO | | |
| Segmento | % | Rent. Ano | Segmento | % | Rent. Ano |
| Renda Fixa | 65,51% | -3,41% | Renda Fixa | 76,28% | 2,87% |
| Renda Variável | 15,17% | -13,26% | Renda Variável | 15,24% | -13,31% |
| Inv. Estruturados | 6,92% | 5,45% | Inv. Estruturados | 5,64% | 5,45% |
| Imóveis | 5,83% | 6,53% | Inv. Exterior | 1,70% | 57,93% |
| Inv. Exterior | 4,64% | 57,80% | Empréstimo | 1,15% | 16,41% |
| Empréstimo | 1,93% | 20,19% | Total do Plano | 100,0% | 1,44% |
| Total do Plano | 100,0% | -1,66% | | | |
| PLANO CD ELETOBRAS I - CONSOLIDADO | | | PLANO CV EPE ELETROS - CONSOLIDADO | | |
| Segmento | % | Rent. Ano | Segmento | % | Rent. Ano |
| Renda Fixa | 71,47% | 2,53% | Renda Fixa | 76,04% | 4,29% |
| Renda Variável | 12,23% | -13,27% | Renda Variável | 15,68% | -13,30% |
| Imóveis | 7,10% | 6,53% | Inv. Estruturados | 4,85% | 5,45% |
| Inv. Estruturados | 5,00% | 4,91% | Inv. Exterior | 1,95% | 57,98% |
| Empréstimo | 2,52% | 14,21% | Empréstimo | 1,48% | 15,25% |
| Inv. Exterior | 1,68% | 57,80% | Total do Plano | 100,0% | 2,73% |
| Total do Plano | 100,0% | 2,08% | | | |
| PLANO CD PREVSERV BRASIL* | | | PLANO CD ELETROS MULTI | | |
| Segmento | % | Rent. Ano | Segmento | % | Rent. Ano |
| Renda Fixa | 100,00% | 6,55% | Renda Fixa | 100,00% | 11,43% |
| Total do Plano | 100,0% | 6,55% | Total do Plano | 100,0% | 11,43% |

*O plano teve início em maio de 2024

Como mencionamos antes, os principais segmentos da Eletros – renda fixa e renda variável – tiveram um desempenho bem abaixo do esperado em 2024.

Na renda fixa, a rentabilidade ficou abaixo tanto do CDI quanto da meta/taxa de referência dos planos. Isso aconteceu principalmente por causa da marcação a mercado, que impactou os títulos públicos (NTN-Bs), reduzindo os ganhos no período. No entanto, no nível atual, esses títulos estão oferecendo taxas bem acima da meta atuarial dos planos.

Na renda variável, a rentabilidade também ficou bem abaixo das expectativas do mercado. Ao longo de 2024, as mudanças no cenário e nas projeções afetaram os investimentos, resultando em uma queda de 13,2%.

Os fundos multimercados estruturados, de forma geral, desempenharam muito aquém das expectativas e sofreram um volume bastante significativo de resgates no ano de 2024.

Já no segmento de empréstimos, as rentabilidades variaram de plano para plano, mas, de forma geral, ficaram acima das respectivas taxas atuariais, seguindo as regras da legislação.

No caso dos planos BD Eletrobras, CD Eletrobras (Puro e Saldado) e CD Eletrobras I, há investimentos no setor imobiliário. A carteira da Eletros é composta exclusivamente por imóveis comerciais na região central do Rio de Janeiro, que ainda se recupera de forma lenta. Mesmo assim, essa carteira rendeu +6,5% em 2024, superando a inflação (IPCA), que foi de 4,83%.

O grande destaque do ano foi o segmento de investimentos no exterior, que teve a maior rentabilidade, passando de 57%. Esse resultado veio do único ativo dessa categoria na carteira da Eletros: o ETF IVVB11. Esse fundo acompanha tanto a variação do dólar frente ao real quanto o desempenho do S&P 500, principal índice da bolsa americana.

Quando olhamos para os perfis de investimento, vemos que a rentabilidade foi afetada principalmente pela marcação a mercado das NTN-Bs e pelas posições em ações. Os perfis superconservadores também sentiram o impacto da marcação a mercado, que reduziu o valor dos títulos NTN-Bs na carteira. Mesmo assim, os reajustes de benefícios devem ser positivos, em média, por conta da mudança na taxa do plano (mais detalhes sobre isso abaixo).

Já os perfis com maior exposição à renda variável foram os mais impactados, pois sofreram com a desvalorização do mercado acionário em 2024. Quanto maior a alocação em ações, maior foi o efeito negativo.

Os planos BD Eletrobras, CD Eletrobras Saldado, CD Eletrobras Vitalício e CV ONS Vitalício também foram afetados pela marcação a mercado dos títulos públicos e das ações em carteira. Vale destacar que esses planos seguem estudos de alocação de ativos (ALM), que orientam suas decisões de investimento.

A partir de 2025, os títulos públicos desses planos passarão a ser marcados a vencimento (na curva), conforme definido pela Resolução CNPC 61, de dezembro de 2024. Essa mudança reduzirá a volatilidade da rentabilidade no futuro.

Projeções para 2025

As projeções para 2025 apresentam uma grande diferença em relação ao que se esperava para 2024: o rumo da política monetária no Brasil.

Antes de falar sobre o cenário doméstico, vale uma rápida contextualização sobre os juros no exterior. No início de 2024, o mercado acreditava que o Federal Reserve (FED, Banco Central dos EUA) iniciaria um ciclo de cortes nos juros ainda naquele ano, após um longo período de aperto monetário. No entanto, as recentes discussões sobre tarifas aplicadas a grandes parceiros comerciais dos Estados Unidos trouxeram novos riscos para a inflação americana, já que um comércio mais restrito pode elevar os preços. Se esse cenário se concretizar, o FED terá que ser mais cauteloso ao cortar os juros, o que pode impactar os mercados globais.

No Brasil, o movimento foi o oposto do esperado para 2024. O ciclo de cortes da taxa Selic durou pouco tempo. A taxa caiu de 13,75% para 10,50% ao ano em maio de 2024, mas, a partir de setembro, voltou a subir. Atualmente, estamos no meio desse novo ciclo de alta, com a Selic novamente em 13,75% e perspectivas de que possa atingir entre 15% e 16% ao ano até o final do ciclo.

Esse aumento se deve, principalmente, ao cenário fiscal do país. A piora nas contas públicas levou a uma desvalorização do real, pressionando os preços e forçando o Banco Central a subir os juros para tentar conter a inflação. Nos últimos meses, houve uma leve melhora na arrecadação e nos gastos do governo, mas ainda está longe do necessário para garantir um controle mais firme sobre as expectativas de inflação.

Atualmente, essas expectativas seguem bem acima da meta oficial de 3% ao ano (com margem de tolerância de 1,5%). O último Relatório Focus (31/01/2025) projeta uma inflação de 5,51% para 2025 e de 4,28% para 2026, ainda acima do ideal. Outros indicadores econômicos podem ser vistos na tabela abaixo.

Imagem IV. Relatório Focus (31/01/2025)

| | | Expectativas de Mercado | | | | | | | | | | | | 31 de janeiro de 2025 | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------------|--|-------------------------|-------------|-------|----------------|----------|--------------|-----------|--------------|-------------|-------|----------------|----------|-----------------------|-----------|--------------|-------------|-------|----------------|----------|--------------|-----------|-------|--------|-----|
| | | 2025 | | | | 2026 | | | | 2027 | | | | 2028 | | | | | | | | | | | |
| Mediana - Agregado | | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comp. semanal* | Resp. ** | 5 dias úteis | Resp. *** | | | |
| IPCA (variação %) | | 4,99 | 5,50 | 5,51 | ▲ (16) | 143 | 5,58 | 45 | 4,03 | 4,22 | 4,28 | ▲ (6) | 137 | 4,28 | 41 | 3,90 | 3,90 | 3,90 | ═ (4) | 118 | 3,50 | 3,73 | 3,74 | ▲ (4) | 109 |
| PIB Total (variação % sobre ano anterior) | | 2,02 | 2,06 | 2,06 | ═ (1) | 112 | 2,06 | 35 | 1,80 | 1,72 | 1,72 | ═ (1) | 95 | 1,72 | 27 | 2,00 | 1,96 | 1,96 | ═ (1) | 80 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | ═ (47) | 79 |
| Câmbio (R\$/US\$) | | 6,00 | 6,00 | 6,00 | ═ (4) | 118 | 6,08 | 39 | 5,90 | 6,00 | 6,00 | ═ (3) | 112 | 6,10 | 37 | 5,80 | 5,93 | 5,93 | ═ (1) | 87 | 5,80 | 5,99 | 6,00 | ▲ (1) | 84 |
| Selic (% a.a) | | 15,00 | 15,00 | 15,00 | ═ (4) | 132 | 15,13 | 44 | 12,00 | 12,50 | 12,50 | ═ (1) | 127 | 12,63 | 42 | 10,00 | 10,38 | 10,38 | ═ (1) | 103 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | ═ (6) | 97 |

Em resumo, para 2025, o cenário esperado inclui um câmbio ainda elevado, pressionando a inflação. Em resposta, os juros devem continuar subindo para segurar os preços, o que pode desacelerar ainda mais o crescimento da economia. Juros altos e baixo crescimento prejudicam as empresas brasileiras e desestimulam os investimentos na bolsa de valores.

Por outro lado, muitos ativos já estão bastante descontados e uma mínima melhora no ambiente econômico pode atrair capital para o mercado acionário. Mas, como esse não é o cenário mais provável, a melhor estratégia parece ser reduzir a exposição ao risco e aproveitar as taxas elevadas dos títulos de renda fixa, que oferecem retornos atraentes nesse momento de incerteza.

ASPECTOS IMPORTANTES

- **Taxa de referência dos planos**

Diferente de uma gestão focada apenas no CDI, a administração dos ativos de previdência privada tem como principal objetivo superar sua taxa de referência. Essas taxas são revistas anualmente para se ajustarem às oscilações dos ativos que compõem a carteira de investimentos dos planos.

Em 2024, as taxas de referência foram definidas da seguinte forma:

Planos BD Eletrobras, CD Eletrobrás, CV ONS e CD Eletros Multi: INPC + 5,20% ao ano.

Planos CV EPE e CD Eletrobras I: INPC + 5,01% ao ano.

Essas taxas guiam os investimentos, pois parte da carteira precisa ser composta por ativos que tenham aderência a elas, ou seja, que ofereçam retornos compatíveis. Um exemplo disso são os títulos públicos NTN-Bs, que têm baixo risco e oferecem rentabilidade atrelada à inflação mais uma taxa de juros fixa. Esses títulos são estratégicos porque seguem a mesma lógica das taxas de referência dos planos, proporcionando alinhamento com os objetivos de longo prazo.

A maior parte da renda fixa dos planos – em proporções que variam conforme cada plano – é composta por NTN-Bs com diferentes vencimentos. Hoje, essas NTN-Bs possuem taxas bem superiores às taxas de referência dos planos, o que é positivo no longo prazo. Além disso, os planos possuem uma parcela significativa de seus investimentos em renda fixa.

Diante disso, surge uma pergunta comum: **se as taxas dos títulos subiram, por que a rentabilidade da renda fixa em 2024 foi tão baixa?**

A resposta está na marcação a mercado. Quando a taxa de um título que possui uma parte prefixada sobe, seu preço no mercado cai. Como todos os títulos da carteira da Eletros são marcados a mercado, esse movimento afetou negativamente a rentabilidade da renda fixa em 2024.

No início do ano, não se esperava essa baixa rentabilidade, mas o cenário mudou ao longo dos meses. **A boa notícia é que, com as taxas atuais bem acima das taxas de referência dos planos, o risco de novas altas de juros diminuiu.** Isso abre espaço para uma recuperação da rentabilidade da renda fixa, o que pode compensar o desempenho abaixo do esperado em 2024.

- **Impacto da alteração da taxa de referência nos planos**

Como comentado acima, a taxa de referência dos planos é o objetivo de rentabilidade a ser superado pelos investimentos. No caso dos planos de Benefício Definido (BD), essa taxa considera as obrigações futuras do plano e o perfil da massa de participantes. Para os planos sem passivo definido, a taxa é estabelecida com base nas expectativas de retorno dos investimentos.

Diante das oscilações nos preços dos ativos de mercado, a taxa de referência é revisada anualmente para corrigir possíveis distorções entre ativos e passivos. Enquanto a carteira de investimentos varia diariamente, o passivo do plano permanece inalterado ao longo do ano, tornando necessário esse ajuste periódico.

Para exemplificar esse movimento, pode-se observar a taxa de referência de um determinado plano de Contribuição Definida (CD) no início de 2024, fixada em INPC + 5,20% a.a., com base nas taxas dos títulos públicos NTN-B 2035 no final

de 2023, então negociados a IPCA + 5,34% a.a. Ao longo do ano, fatores internos e externos alteraram as condições do mercado, elevando essa taxa para IPCA + 7,65% a.a. no final de 2024. Esse aumento das taxas resultou na queda dos preços dos títulos, impactando negativamente a rentabilidade do período, com um retorno acumulado de -6%.

Esse efeito compromete o resultado do plano, dado que uma parte relevante de sua carteira é composta por títulos públicos. Entretanto, no momento da revisão da taxa de referência, considera-se que os retornos futuros serão mais elevados devido às novas taxas de mercado. Assim, no exemplo acima, a taxa de referência foi ajustada de INPC + 5,20% a.a. para INPC + 5,80% a.a., refletindo a nova realidade do mercado.

Apesar do desempenho abaixo do esperado em 2024, essa alteração da taxa de referência contribui para reajustes médios positivos nos benefícios. No caso dos participantes em fase de acumulação, ainda que os saldos possam ter sido temporariamente reduzidos pela desvalorização dos ativos, a elevação das taxas indica que os retornos futuros da carteira serão superiores, beneficiando esses participantes no longo prazo.

Tabela V. Reajuste de benefícios

| Plano CD Eletrobrás | | |
|-------------------------|--------------|------------------|
| Aposentados/Perfil | Quantitativo | Reajuste Nominal |
| Perfil SuperConservador | 142 | 5,5% |
| Perfil Conservador | 82 | 4,3% |
| Perfil Eletros | 264 | 4,3% |
| Perfil Moderado | 40 | 2,1% |
| Perfil Agressivo | 5 | -1,5% |
| Total/Médio | 533 | 4,4% |

Dessa forma, em planos de previdência fechada, a análise dos investimentos deve sempre ser feita em conjunto com as obrigações do passivo, garantindo um equilíbrio sustentável entre rentabilidade e compromissos futuros.

- **Marcação a mercado *versus* marcação na curva**

Além da rentabilidade dos ativos, é importante compreender alguns aspectos fundamentais dos Planos de Previdência. Um deles é a diferença entre marcação a mercado e marcação na curva na precificação de títulos públicos.

No caso da marcação a mercado, a rentabilidade do título depende da variação das taxas negociadas no mercado. Se a taxa de juros do título sobe, seu preço cai e, conseqüentemente, sua rentabilidade no curto prazo é impactada negativamente. Esse efeito ocorre porque o preço do título é calculado com base nos pagamentos futuros que ele proporcionará, trazidos a valor presente pela taxa de mercado. Assim, quanto maior a taxa de desconto, menor o preço do título, e vice-versa.

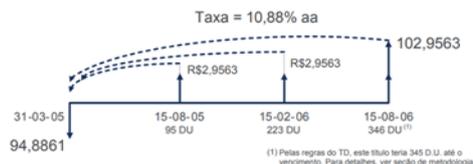
Imagem V. Cálculo do preço de títulos com pagamento de cupons.

Componentes do preço » Cálculo da Cotação

Para títulos com cupom, cada fluxo deve ser descontado à taxa de juros para se obter a cotação.

$$Cotação = \left[\frac{(1 + Cupom)^{0,5} - 1}{(1 + Taxa)^{\frac{0,5}{360}}} \right] + \left[\frac{(1 + Taxa)^{0,5} - 1}{(1 + Taxa)^{\frac{0,5}{360}}} \right] + \dots + \left[\frac{(1 + Cupom)^{0,5} - 1}{(1 + Taxa)^{\frac{0,5}{360}}} \right] + \left[\frac{1}{(1 + Taxa)^{\frac{0,5}{360}}} \right]$$

Exemplo: Em 31-03-05 a NTN-B 150806 estava a 346 dias úteis do seu vencimento e com três cupons ainda a serem pagos em seu fluxo:

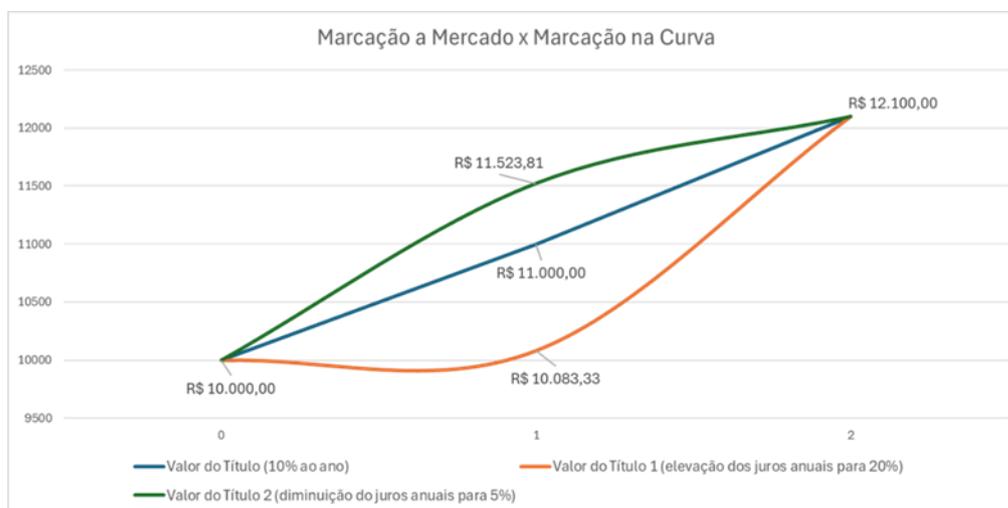


- > A NTN-B é um título que paga cupom de 6,00% ao ano. O equivalente ao semestre é de 2,96%.
- > Vale lembrar que a cotação representa o deságio acima do indexador ao que o título é corrigido.
- > A cotação de 94,8861 é a que garante a TIR de 10,88% a.a. do fluxo.



Já na marcação na curva, a rentabilidade segue uma trajetória linear ao longo do tempo, refletindo a taxa contratada no momento da aplicação. Isso significa que, independentemente das oscilações do mercado, o investidor verá um retorno estável até o vencimento do título. No entanto, é importante destacar que essa diferença ocorre apenas no período entre a compra e o vencimento do título. No momento do resgate, a rentabilidade total será exatamente a mesma, independentemente do método de marcação utilizado.

Gráfico II. Diferença entre marcação a mercado e marcação na “curva”



Dado esse contexto, surge a pergunta: por que a Eletros marca seus títulos a mercado e não na curva? A resposta passa pelas características dos diferentes tipos de planos. Até 2019, os planos BD Eletrobras, CD Eletrobras Saldado e CD Eletrobras Vitalício utilizavam a marcação na curva, pois, por serem planos fechados com obrigações futuras definidas, essa metodologia era viável. No entanto, com o processo de migração iniciado no ano seguinte, foi necessário adotar a marcação a mercado para garantir que os investimentos fossem transferidos a valores justos no momento da migração.

Nos planos de Contribuição Definida (CD), a marcação a mercado é essencial para evitar transferência indevida de riqueza entre participantes. Isso ocorre porque,

nesses planos, há movimentação diária de recursos por meio de aportes, resgates, portabilidades e mudanças de perfil de investimento. Se os títulos estivessem precificados na curva, haveria o risco de alguns participantes se beneficiarem ou serem prejudicados artificialmente, dependendo do momento da movimentação.

Portanto, a opção pela marcação a mercado garante maior transparência e equidade entre os participantes, ajustando os valores dos ativos conforme as condições reais do mercado e refletindo de forma mais precisa a situação patrimonial dos planos.