

**DISTRITO FEDERAL/DF**

**ASSET LIABILITY MANAGEMENT -  
ALM.**

Instituto de Previdência dos  
Servidores do Distrito Federal  
IPREV

Thiago Silveira – MIBA nº 2756

Sabrina Amélia de Lima – MIBA nº 2543

Data de elaboração: 29/08/2023

---

## Sumário

1)	INTRODUÇÃO .....	5
2)	OBJETIVOS .....	6
3)	CONTEXTUALIZAÇÃO.....	7
4)	LEGISLAÇÃO.....	8
5)	CARACTERIZAÇÃO DO REGIME PRÓPRIO .....	9
5.1)	Caracterização do passivo atuarial.....	10
5.2)	Caracterização dos Investimentos .....	17
5.3)	Patrimônio do Plano Previdenciário .....	17
5.4)	Patrimônio do Plano Financeiro.....	19
5.5)	Patrimônio do Fundo Solidário Garantidor – FSG .....	20
6)	RENTABILIDADE.....	22
6.1)	Rentabilidade Histórica .....	22
6.2)	RENTABILIDADE PROJETADA.....	26
7)	OTIMIZAÇÃO .....	30
7.1)	Fronteira Eficiente.....	30
7.2)	Portfólio de Variância Mínimo .....	33
7.3)	Portfólio Tangente .....	34
8)	EVOLUÇÃO DO FLUXO E DIRETRIZES .....	36
9)	ENCERRAMENTO .....	38

---

## Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Fluxo de Caixa esperado para o horizonte de 75 (setenta e cinco) anos - Plano Previdenciário .....	13
Gráfico 2 - Fluxo de Caixa esperado para o horizonte de 75 (setenta e cinco) – Plano Financeiro .....	15
Gráfico 3 - Fluxo de Caixa esperado para o horizonte de 75 (setenta e cinco) – Total .....	16
Gráfico 4 – Histórico de Benchmarks (Elaborado por Inthegra) .....	23
Gráfico 5 - Histórico IRF-M (Elaborado por Anbima) .....	24
Gráfico 6 - Histórico IRF-M1 (Elaborado por Anbima) .....	24
Gráfico 7 - Histórico IRF-M1+ (Elaborado por Anbima) .....	25
Gráfico 8 - Histórico IMA-B (Elaborado por Anbima).....	25
Gráfico 9 - Histórico IMA-B5 (Elaborado por Anbima).....	26
Gráfico 10 - Histórico IMA-B5+ (Elaborado por Anbima).....	26
Gráfico 11 - Projeção de rentabilidade para o CDI .....	27
Gráfico 12 - Projeção de rentabilidade para o IMAB .....	28
Gráfico 13 - Projeção de rentabilidade para o IBOVESPA.....	28
Gráfico 14 - Projeção de rentabilidade para o IFIX .....	29
Gráfico 15 - Projeção de rentabilidade para o IHFA .....	29
Gráfico 16 - Projeção de rentabilidade para o S&P500 .....	30

---

### Lista de Tabelas

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas do Plano Previdenciário .....	10
Tabela 2 - Estatísticas Descritivas do Plano Financeiro.....	10
Tabela 3 - Provisões do Plano Previdenciário .....	11
Tabela 4 - Provisões do Plano Financeiro .....	12
Tabela 5 - Aplicações do Plano Previdenciário de renda fixa .....	18
Tabela 6 - Aplicações do Plano Previdenciário atreladas ao IBOVESPA.....	18
Tabela 7 - Aplicações do Plano Previdenciário atreladas ao IFHA ES&P500.....	19
Tabela 8 - Aplicações do Plano Financeiro atreladas ao CDI .....	19
Tabela 9 - Aplicações do FSG atreladas ao IBOVESPA, S&P500 e IHFA, e Imóveis .....	20
Tabela 10 - Aplicações do FSG no segmento de renda fixa .....	21

## 1) INTRODUÇÃO

O Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) é um pilar do sistema de previdência, estabelecido no âmbito de cada ente federativo, que assegure, por lei, a todos os servidores titulares de cargo efetivo, pelo menos os benefícios de aposentadoria e pensão por morte previstos no artigo 40 da Constituição Federal.

O RPPS possui dois componentes principais em sua estruturação. O passivo atuarial, que representa o total de obrigações do Plano com o pagamento de benefícios de aposentadoria e pensão e, o ativo, que representa os investimentos que serão utilizados para pagar as obrigações mensuradas pelo passivo atuarial. Como consequência, a solvência e equilíbrio do Plano dependem conjuntamente de uma rentabilidade adequada dos investimentos e de uma correta mensuração das obrigações com o pagamento de benefícios.

Tendo isto em vista, uma boa gestão financeira e atuarial é fundamental para realização dos objetivos do RPPS, bem como para cumprir o disposto na Ementa Constitucional 41/2003, no que se refere ao equilíbrio financeiro e atuarial. Além disso, há de se considerar que os Planos de previdência social assumem um papel de redução da pobreza e geração de renda. Assim, no que tange à gestão de recursos e obrigações, o RPPS deve ser norteado principalmente a partir da relação entre o passivo e o ativo.

Inserem-se nesse contexto os modelos de Asset Liability Management (ALM), que, segundo definição da Society of Actuaries (2003), consistem na prática da gestão de um negócio de modo que as decisões e ações tomadas com relação aos ativos e aos passivos sejam coordenadas. O ALM pode ser definido como o processo de formulação, implementação, monitoramento e revisão de estratégias relacionadas a ativos e a passivos em uma organização financeira, dada a tolerância ao risco da organização e outras restrições. Tal abordagem é fundamental para a boa gestão das finanças de qualquer organismo que invista para atender as suas necessidades de fluxo de caixa futuros, como é o caso dos institutos de previdência.

## 2) OBJETIVOS

Este relatório tem como **objetivo geral** demonstrar os resultados do estudo de gestão de ativos e passivos (Asset Liability Management – ALM) para o Instituto de Previdência dos Servidores do Distrito Federal (IPREV - DF) para o exercício de 2023, utilizando a data-base 31/12/2022.

O Estudo de ALM - Asset & Liability Management, em tradução livre, estudo de gestão de ativos e passivos, tem por objetivo harmonizar a carteira de investimentos do RPPS com o fluxo atuarial projetado de receitas e despesas. Assim, o ALM visa encontrar a alocação eficiente – aquela na qual se corre o menor risco possível para atingir o resultado planejado, ou aquela na qual se atinge o maior retorno possível dado um risco fixo. Dessa forma, a alocação eficiente possibilita a composição de carteiras de investimentos que consigam manter o RPPS, bem como aumentar o tempo de sobrevivência dele.

Como **objetivos específicos**, destacam-se:

- A caracterização completa das carteiras de investimentos do Regime Próprio de Previdência Social permitindo não apenas um maior conhecimento do perfil do seu passivo, mas aprimorando significativamente a alocação de investimentos;
- Estimativa do Portfólio de Variância Mínima e do Portfólio Tangente, utilizando-se os segmentos previstos na CMN 3.922/2010 (alterada pela Resolução CMN nº 4.392/2014) e considerando seus limites legais.
- Realizar a comprovação junto à Secretaria de Previdência de sua capacidade de marcar seus ativos pela curva de rendimentos, reduzindo a volatilidade da marcação a mercado.
- Definição da estrutura de alocação de ativos que apresenta melhor resultado através da mitigação dos riscos de liquidez e solvência do plano previdenciário administrado pelo IPREV/DF.

### 3) CONTEXTUALIZAÇÃO

Conforme o Guia Previc – Melhores práticas de investimentos e de governança:

*Os estudos de gerenciamento de ativos e passivos e as estratégias de carteiras específicas para cada período da vida dos participantes devem considerar as restrições legais para obtenção de carteiras ótimas. Uma análise histórica e transparente no que tange às rentabilidades por segmento de investimento é recomendável para verificar como cada segmento se comportou no passado, especialmente o mais recente.*

*A gestão das instituições de previdência reveste-se de grande relevância e interesse de todos, devendo seguir princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos. As boas práticas de governança convertem-se em princípios e recomendações objetivas, capazes de harmonizar interesses dos envolvidos na gestão previdenciária.*

O foco deste trabalho é na gestão de planos do tipo benefício definido, nos quais os benefícios programados têm seu valor ou nível previamente estabelecidos, sendo o custeio determinado atuarialmente, de forma a assegurar sua concessão e manutenção. Os planos estruturados em benefício definido possuem um passivo certo, sendo a contribuição ajustada para acúmulo do capital necessário. Devido à forma de estruturação, os riscos inerentes a essa modalidade são maiores fazendo com que esses planos necessitem da adoção de técnicas rebuscadas de gestão.

Nos últimos anos, a queda no patamar das taxas de juros de renda fixa, importante fonte de receitas para os institutos, tem tornado a busca pelo equilíbrio financeiro e atuarial dessas instituições uma tarefa ainda mais desafiadora, justificando a busca de novas estratégias gerenciais. Se, de um lado, não haverá mais a alta rentabilidade aliada ao baixo risco de crédito dos títulos de renda fixa emitidos pelo governo, por outro, as obrigações atuariais de uma população que vive com mais qualidade de vida e, conseqüentemente, maior expectativa lançam os fundos de pensão em um grande desafio: **manter a saúde financeira advinda desta mudança estrutural na relação ativo versus passivo.**

#### 4) LEGISLAÇÃO

Na Resolução CMN nº 3.922/2010, com alterações introduzidas pela Resolução CMN nº 4.392/2014, é a principal resolução que regulamenta as aplicações dos recursos do RPPS, tendo como condição segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência. Os recursos poderiam, até então, ser alocados nos segmentos de Renda Fixa, Renda Variável e Imóveis. A Resolução nº 4.695/2018 alterou a Resolução nº 3.922/2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.

Por fim, a Resolução CMN nº 4.963/2021, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, revogou a Resolução CMN nº 3.922/2010. As principais mudanças trazidas pela Resolução CMN nº 4.963/2021 dizem respeito (i) a Governança do RPPS: em busca de melhores práticas dos gestores, conforme os níveis do Pro-Gestão; (ii) aos limites de alocação e (iii) a situações consideradas involuntárias para o desenquadramento da carteira, conforme o art. 27 da vigente Resolução:

*“Os regimes próprios de previdência social poderão manter em carteira, por até 180 (cento e oitenta) dias, as aplicações que passem a ficar desenquadradas em relação a esta Resolução, desde que seja comprovado que o desenquadramento foi decorrente de situações involuntárias, para as quais não tenha dado causa, e que o seu desinvestimento ocasionaria, comparativamente à sua manutenção, maiores riscos para o atendimento aos princípios previstos no art. 1º desta Resolução.”*

Consolidando o disposto nas resoluções citadas, apresenta-se a Figura 1:

SEGMENTO	Artigo	TIPO DE ATIVO	LIMITE DA RESOLUÇÃO CMN % Pró gestão Nível II	LIMITES DA PI (%)	LIMITES DE BLOCO	LIMITES GLOBAIS
RENDA FIXA	Art. 7º, I, a	Titulos Públicos Federais	100	100	100	100
	Art. 7º, I, b	Fundos 100% Titulos TN	100	100		
	Art. 7º, I, c	Fundos Renda fixa "livre"	100	100		
	Art. 7º, II	Operações Compromissadas	10	10	10	
	Art. 7º, III, a	FI Renda Fixa "Referenciado"	70	70	70	
	Art. 7º, III, b	ETF - Fundos de índice de renda fixa	70	70		
	Art. 7º, IV	Obrigação ou coobrigação de instituições financeiras bancárias autorizadas	20	20	20	
	Art. 7º, V, a	FIDC	10	10		
	Art. 7º, V, b	FI Renda Fixa "Crédito Privado"	10	10	25	
Art. 7º, V, c	FI Debêntures de Infraestrutura	10	10			
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Art. 9º, I	Renda Fixa "Dívida Externa"	10	10		10
	Art. 9º, II	Fundos de Investimento no Exterior	10	10	10	
	Art. 9º, III	Fundos BDR - Nível 1	10	10		
RENDA VARIÁVEL	Art. 8º, I	FI de Ações	40	40	40	
	Art. 8º, II	ETF - Índices de Ações - Art. 8º, I, b	40	40		
ESTRUTURADOS	Art. 10, I	Fundos Multimercados	10	10	20	40
	Art. 10, II	Fundos em Participações - FIP	5	5		
	Art. 10, III	Fundos "Mercado de Acesso"	5	5		
FUNDOS IMOBILIÁRIO	Art. 11	FI Imobiliário - FII	10	10	10	
CONSIGNADOS	Art. 12	Consignados	10	10	10	10

Figura 1 - Limites da Resolução CMN 3922/2010

Fonte: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-no-servico-publico/investimentos-do-rpps/arquivos/2018/tabela-novos-limites-resolucao-4695.pdf>

Percebe-se que, respeitando os limites macros podem ser investidos 100% em Renda Fixa, 10% em Exterior, 10% em Empréstimos Consignados e 40% no somatório de Renda Variável (bloco que tem limite de 40%), Estruturados (limite superior de 20%) e Fundos Imobiliários (limite superior de 10%). Observados os limites macros, é necessário atentar também aos limites específicos por ativo, pois assumem peculiaridades. Neste trabalho, os limites legais e da política de investimentos do instituto foram considerados.

Destaca-se ainda o que a Portaria MF nº 577/17 que coloca em seu Art. 16:

*Para a organização do RPPS devem ser observadas as seguintes normas de contabilidade: VIII - os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras do RPPS devem ser registrados pelo valor efetivamente pago, inclusive corretagens e emolumentos e marcados a mercado, no mínimo mensalmente, mediante a utilização de metodologias de apuração em consonância com as normas baixadas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários e parâmetros reconhecidos pelo mercado financeiro de forma a refletir o seu valor real.*

*§ 2º: Os títulos de emissão do Tesouro Nacional **poderão ser contabilizados pelos respectivos custos de aquisição acrescidos dos rendimentos auferidos**, desde que atendam cumulativamente as seguintes parâmetros, cuja comprovação deverá ser efetuada na forma definida pela Secretaria de Previdência, conforme divulgado no endereço eletrônico da Previdência Social na rede mundial de computadores - Internet:*

***I - seja observada a sua compatibilidade com os prazos e taxas das obrigações presentes e futuras do RPPS;***

***II - sejam classificados separadamente dos ativos para negociação, ou seja, daqueles adquiridos com o propósito de serem negociados, independentemente do prazo a decorrer da data da aquisição;***

***III - seja comprovada a intenção e capacidade financeira do RPPS de mantê-los em carteira até o vencimento (ESTUDO DE ALM); e***

***IV - sejam atendidas as normas de atuária e de contabilidade aplicáveis aos RPPS, inclusive no que se refere à obrigatoriedade de divulgação das informações relativas aos títulos adquiridos, ao impacto nos resultados e aos requisitos e procedimentos, na hipótese de alteração da forma de precificação dos títulos de emissão do Tesouro Nacional.***

Posto isto, este estudo visa ainda realizar a comprovação junto à Secretaria de Previdência da capacidade do IPREV – DF de marcar seus ativos pela curva de rendimentos.

## 5) CARACTERIZAÇÃO DO REGIME PRÓPRIO

De acordo com a Lei Complementar nº 932 de 03/10/2017, o Regime Próprio de Previdência Social dos Servidores do Distrito Federal (IPREV) é segregado em Plano Previdenciário e Plano Financeiro. O Plano Previdenciário diz respeito aos benefícios previdenciários de aposentadorias e pensões dos servidores efetivos que ingressaram no serviço público a partir de 27 de fevereiro de 2019. O Plano Financeiro, por sua vez,

compreende os benefícios previdenciários de aposentadorias e pensões dos servidores efetivos que ingressaram no serviço público até 27 de fevereiro de 2019.

### 5.1) Caracterização do passivo atuarial

A base de dados utilizada na Avaliação Atuarial, cuja data-base é 31 de dezembro de 2022 (Data Focal), contém informações sobre os servidores ativos e aposentados do IPREV, bem como dos dependentes dos servidores e, ainda, as informações cadastrais dos pensionistas.

Visto que o **Plano Previdenciário** diz respeito aos benefícios de servidores que ingressaram no serviço público após fevereiro de 2019, este Plano, até o momento, é composto apenas de servidores ativos. O resumo estatístico desses servidores é apresentado na tabela 1.

**Tabela 1 - Estatísticas Descritivas do Plano Previdenciário**

Plano Previdenciário	
Quantidade de Segurados Ativos	5.575
Quantidade de Pensionistas	6
Média da Base de Cálculo dos Segurados Ativos	6.971,90
Média do Valor do Benefício dos Pensionistas	3.754,46
Idade Média dos Segurados Ativos	36,66
Idade Médio dos Pensionistas	22,83
Idade Média Projetada de Aposentadoria	56,27

Em contrapartida, o **Plano Financeiro** diz respeito aos benefícios dos servidores que entraram no serviço público até fevereiro de 2019, sendo composto por servidores ativos, aposentados e pensionistas. O resumo estatístico desses servidores é apresentado na tabela 2.

**Tabela 2 - Estatísticas Descritivas do Plano Financeiro**

Plano Financeiro	
Quantidade de Segurados Ativos	70.718
Quantidade de Segurados Inativos	59.001
Quantidade de Segurados Pensionistas	13.276
Média da Base de Cálculo dos Segurados Ativos	9.307,56
Média do Valor do Benefício dos Inativos	9.927,56
Média do Valor do Benefício dos Pensionistas	6.940,24

Idade Média dos Segurados Ativos	46,91
Idade Média dos Inativos	67,61
Idade Média dos Pensionistas	63,66
Idade Média Projetada de Aposentadoria	56,20

O passivo atuarial é o resultado da soma da Provisão Matemática dos Benefícios Concedidos – valor atual dos compromissos dos aposentados e pensionista – e da Provisão Matemática de Benefícios a Conceder – valor atual dos compromissos dos ativos. Isto é, é o valor atual dos compromissos da entidade para com seus segurados (ativos, inativos e pensionistas).

Para calcular as Provisões Matemáticas são consideradas premissas importantes, tais como: a taxa de juros, o crescimento real do salário, a expectativa de vida (tábua de mortalidade que melhor prevê a mortalidade da massa de segurados), dentre outras.

Como o **Plano Previdenciário** não possui segurados aposentados e pensionistas, a sua Provisão Matemática de Benefícios Concedidos (referente aos compromissos dos aposentados e pensionistas) é R\$ 2.994.142,06. Por outro lado, a Provisão Matemática dos Benefícios a Conceder (referente aos ativos) era, em 31/12/2022, de R\$ 256.880.792,92.

**Tabela 3 - Provisões do Plano Previdenciário**

DESCRIÇÃO	VALOR
(-) Valor Presente dos Benefícios Futuros (pensionistas)	-3.277.409,72
(+) Valor Presente das Contribuições Futuras (pensionistas)	283.267,66
(+) Valor Presente da Compensação Previdenciária a Receber	0,00
<b>PROVISÃO MATEMÁTICA DE BENEFÍCIOS CONCEDIDOS (PMBC)</b>	<b>-2.994.142,06</b>
(-) Valor Presente dos Benefícios Futuros	-2.711.679.310,67
(+) Valor Presente das Contribuições Futuras	2.264.980.966,00
(+) Valor Presente da Compensação Previdenciária a Receber	189.817.551,75
<b>PROVISÃO MATEMÁTICA DE BENEFÍCIOS A CONCEDER (PMBAC)</b>	<b>-256.880.792,92</b>
<b>PROVISÕES MATEMÁTICAS (PMBAC + PMBC)</b>	<b>-259.874.934,98</b>

Fonte: DRAA 2023 retirado do CADPREV

Visto que o **Plano Financeiro** possui segurados aposentados, pensionistas e ativos, este possui também Provisão Matemática de Benefícios Concedidos, no valor de R\$ 89.762.157.787,88, e Provisão Matemática dos Benefícios a Conceder, no valor de R\$ 59.782.732.652,63, que resultam em uma Provisão Matemática de R\$ 149.544.890.440,51 em 31/12/2022.

Tabela 4 - Provisões do Plano Financeiro

DESCRIÇÃO	VALOR
(-) Valor Presente dos Benefícios Futuros (aposentados)	-92.344.305.515,80
(+) Valor Presente das Contribuições Futuras (aposentados)	9.885.605.542,67
(-) Valor Presente dos Benefícios Futuros (pensionistas)	-12.513.687.434,56
(+) Valor Presente das Contribuições Futuras (pensionistas)	1.271.601.390,80
(+ ) Valor Presente da Compensação Previdenciária a Receber	3.938.628.229,01
<b>PROVISÃO MATEMÁTICA DE BENEFÍCIOS CONCEDIDOS (PMBC)</b>	<b>-89.762.157.787,88</b>
(-) Valor Presente dos Benefícios Futuros	-95.936.082.511,85
(+) Valor Presente das Contribuições Futuras	30.139.577.957,02
(+) Valor Presente da Compensação Previdenciária a Receber	6.013.771.902,20
<b>PROVISÃO MATEMÁTICA DE BENEFÍCIOS A CONCEDER (PMBAC)</b>	<b>-59.782.732.652,63</b>
<b>PROVISÕES MATEMÁTICAS (PMBAC + PMBC)</b>	<b>-149.544.890.440,51</b>

Fonte: DRAA 2022 retirado do CADPREV

No presente trabalho, foi utilizado o fluxo de caixa previdenciário (receitas e despesas previdenciárias) dos Planos Financeiro e Previdenciário do IPREV - DF, extraído do Relatório de Avaliação Atuarial válido para o exercício de 2023, elaborado pela Inove Consultoria Atuarial e Previdenciária, sob a responsabilidade técnica do atuário Thiago Silveira, registrada no MIBA sob nº 2.756. O fluxo de caixa possui horizonte de 75 (setenta e cinco) anos, conforme exigência normativa, e incorpora dentre suas principais premissas:

1. Tábua de Mortalidade e Sobrevida para válidos: AT-2000 – Ambos os sexos;
2. Tábua de Mortalidade e Sobrevida para inválidos: AT-83 – Ambos os sexos;
3. Tábua de Entrada em Invalidez: Light Média;
4. Crescimento real dos salários dos servidores ativos: 1% ao ano;
5. Crescimento real dos benefícios do plano: 0,0% ao ano;
6. Taxa de Crescimento real dos salários: 1,0% ao ano;
7. Taxa de Juros Reais: 4,89% (Plano Previdenciário) e 4,79% (Plano Financeiro);
8. Rotatividade (Turn Over): 0,00% ao ano;
9. Taxa de Administração: 0,50% ao ano;
10. Fator de Capacidade: 98,55%, considerando como hipótese a inflação anual de 3,25%;
11. Benefícios a conceder com base na média: 80,00% do último salário.

A seguir, são mostrados os Fluxos de Caixa esperado para o horizonte de 75 (setenta e cinco) anos para os Planos Previdenciário e Financeiro, bem como para o total (soma dos resultados dos dois planos) em milhões de reais:

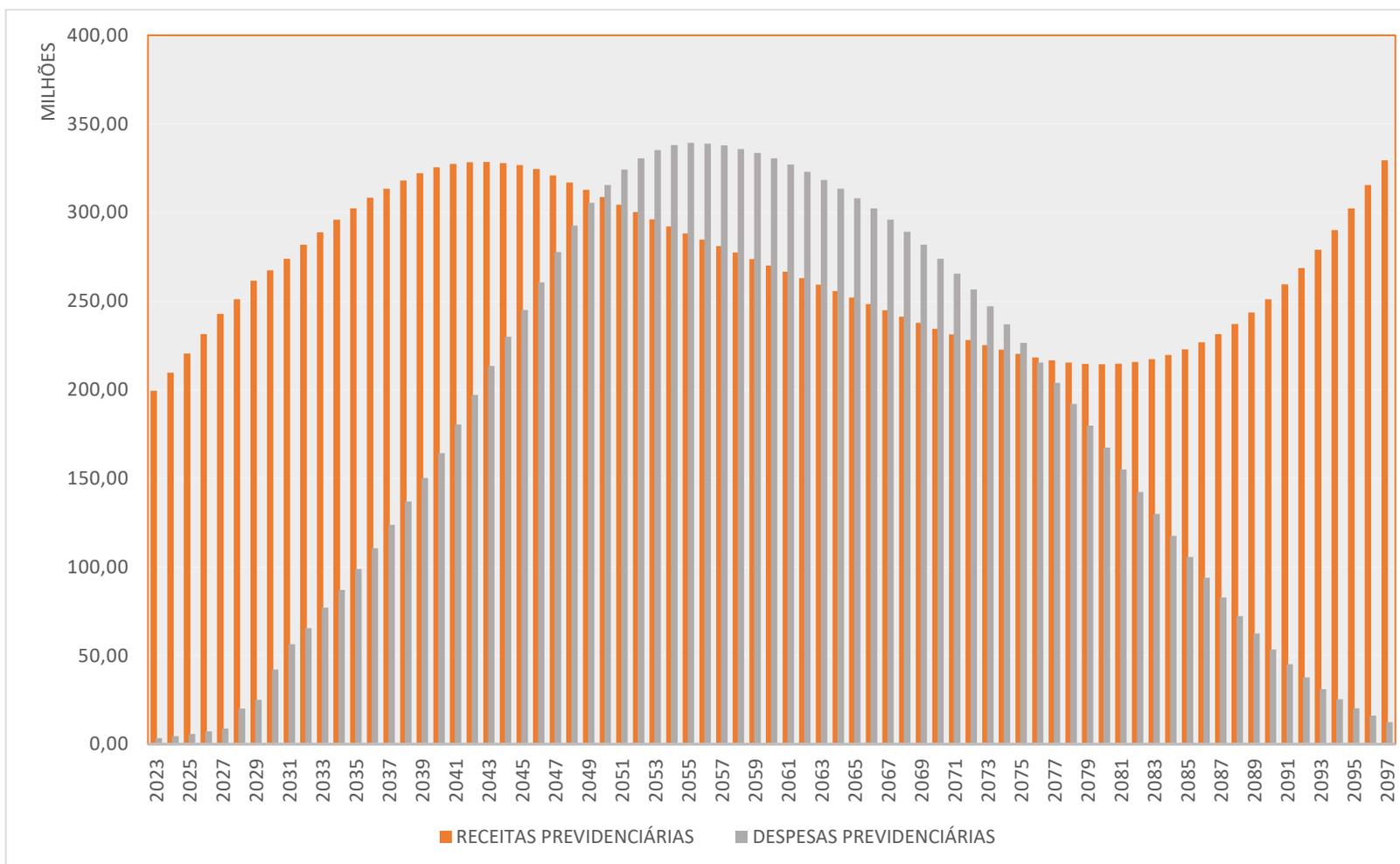


Gráfico 1 - Fluxo de Caixa esperado para o horizonte de 75 (setenta e cinco) anos - Plano Previdenciário

Nota-se um aumento constante nas despesas previdenciárias até o ano de 2055, quando o valor máximo de R\$ 339.299.030,28 é alcançado. Após isto, inicia-se o processo de decréscimo de tais despesas até alcançar R\$ 12.478.587,92 em 2096.

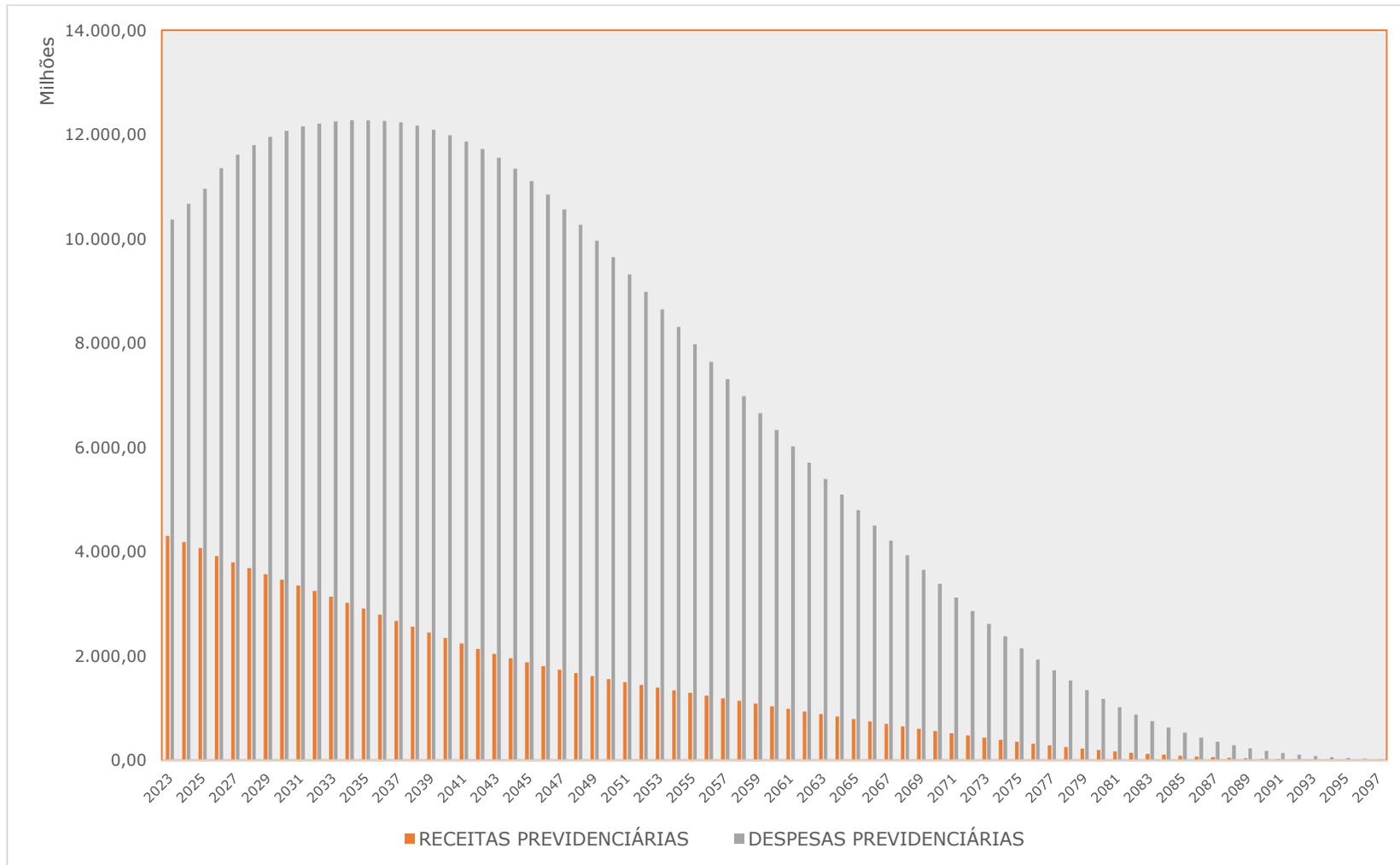
Percebe-se também que até 2050, as receitas são superiores às despesas. Este excedente faz com que o saldo financeiro acumulado até o exercício alcance aproximadamente R\$ 4,8 bilhões.

Esta dinâmica pode ser explicada pelo fato de o Plano Previdenciário contar, por hora, com apenas seis (6) pensionistas. Assim, nos primeiros anos do período analisado o plano tem poucas despesas referentes a aposentadorias e pensões. Com o decorrer do tempo, as despesas com aposentadorias e pensões começam a crescer, aumentando, assim, as despesas previdenciárias. Similarmente, com o passar dos anos, o número de segurados ativos do plano diminui, decrescendo a receita previdenciária.

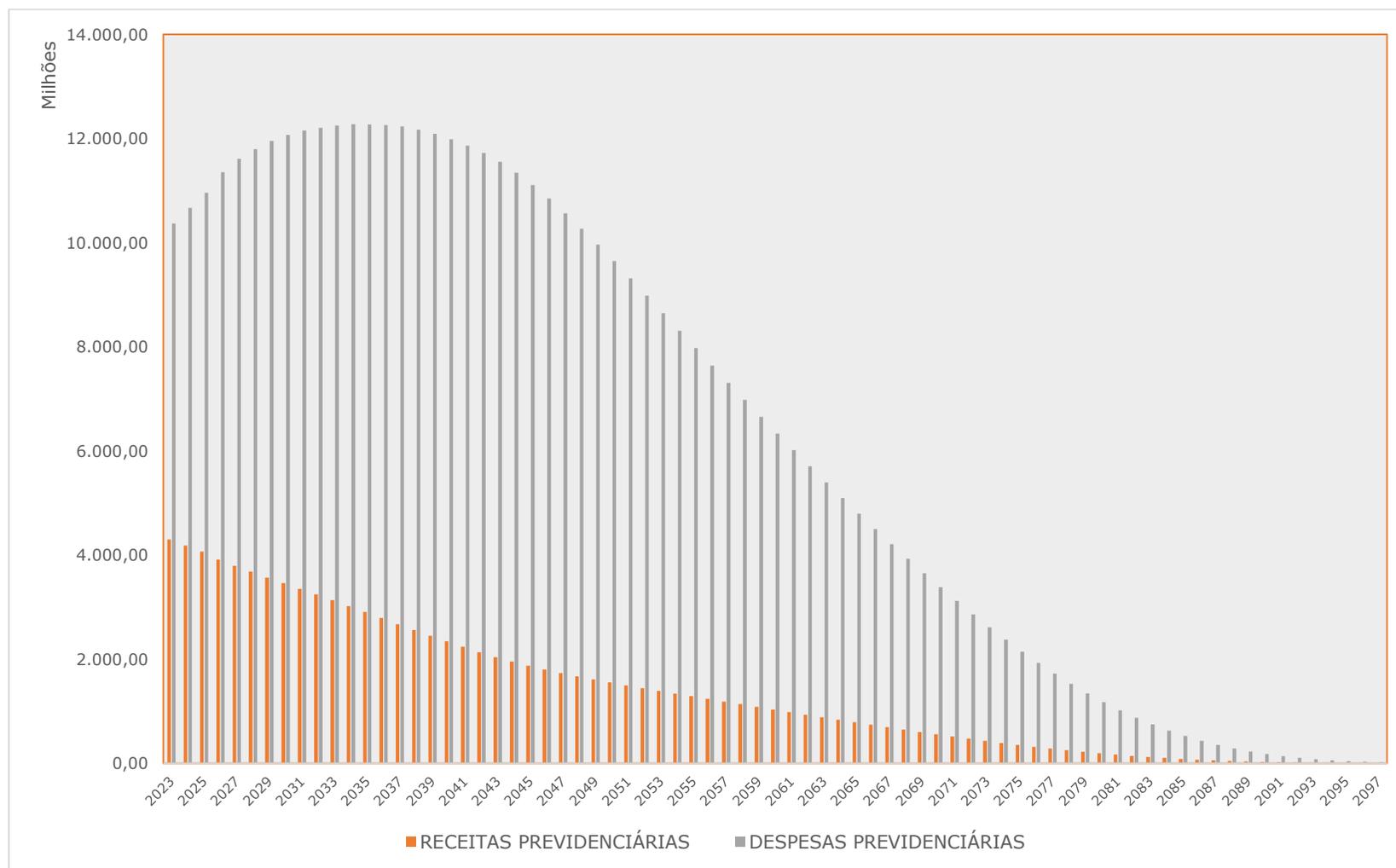
Disto isto, caracteriza-se que o plano não apresenta necessidades de desembolso nos 27 anos seguinte, o que indica a capacidade de manutenção de seus títulos marcados na curva. É fundamental que nesta fase de acumulação o excedente seja investido de forma adequada para honrar as obrigações nos anos posteriores a 2050.

Analisando o gráfico 2, percebe-se uma situação contrária à do Plano Previdenciário. As despesas previdenciárias têm seu valor máximo em 2034, correspondendo ao montante de R\$ 12.478.587,92, e, pelo resto do horizonte temporal, decrescem continuamente. Por sua vez, as receitas previdenciárias têm valor máximo de R\$ 4.301.114.671,66 em 2023, decrescendo constantemente desde o início do período analisado. Ainda, ressalta-se que o valor das receitas é inferior ao valor das despesas em todos o horizonte temporal.

Assim como no Plano Previdenciário o comportamento do fluxo de caixa para o Plano Financeiro, também pode ser explicado por sua composição. Como um pouco mais metade dos segurados são aposentados e pensionistas (50,55%) e a tendência é de que este número cresça ao longo dos próximos anos, as despesas são altas e as receitas baixas – contribuições pequenas por parte dos segurados não ativos. De forma similar, espera-se que as despesas diminuam ao longo dos anos.



**Gráfico 2 - Fluxo de Caixa esperado para o horizonte de 75 (setenta e cinco) – Plano Financeiro**



**Gráfico 3 - Fluxo de Caixa esperado para o horizonte de 75 (setenta e cinco) – Total**

O fluxo de caixa Total assemelha-se bastante ao fluxo de caixa do Plano Financeiro, uma vez que o Plano Previdenciário conta com apenas 3,76% dos segurados do IPREV-DF e, portanto, exerce menor significância no resultado total.

## 5.2) Caracterização dos Investimentos

No que tange aos investimentos, coloca-se que a Política Anual de Investimentos dos recursos do Iprev/DF é elaborada em conformidade com a Lei nº 9.717/98 e normativos posteriores editados pelos órgãos reguladores e de fiscalização: Secretaria da Previdência Social do Ministério da Previdência e Assistência Social (SPS), Conselho Monetário (CMN), Banco Central do Brasil (Bacen), Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Está sujeita, também, ao atendimento a normativos de outras instituições, no âmbito federal e distrital.

## 5.3) Patrimônio do Plano Previdenciário

O Fundo Capitalizado, que compõe o patrimônio do Plano Previdenciário, em 31.12.2022, estava distribuído nas instituições financeiras BRB (R\$ 6.218.355,37), Bradesco (R\$ 30.428.316,40), Banco do Brasil (R\$ 85.399.375,57), Caixa (R\$ 138.784.430,72), Santander (R\$ 303.400,52), Itaú (R\$ 147.336.998,66), Safra (R\$ 7.656.190,06), Western (R\$ 11.909.259,12) e Tesouro IPCA (R\$ 26.616.975,31), totalizando R\$ 454.653.301,71.

Ao se agrupar as alocações por segmento, sendo eles renda fixa (com indexadores como CDI, IRFM e IMAB), renda variável (cujo benchmark é o IBOVESPA), investimentos no exterior (com indexadores como S&P500) e investimentos estruturados (com indexadores como IHFA), podemos perceber que 91,70% da carteira está alocada em investimentos mais conservadores, conforme o Art. 7º IV a o Art. 7º I a e o Art. 7º I b da Resolução CMN. Já na carteira de renda variável, há fundos conforme o Art. 8º I a e o Art. 8º - II - a, totalizando 6,24% da carteira com o IBOVESPA como benchmark. Por sua vez, os investimentos no exterior representam 1,63% da carteira em fundos conforme o Art. 9º A, II, enquanto os 0,44% restantes da carteira estão alocados em investimentos estruturados segundo o Art. 10, I da Resolução CMN.

Destaca-se que, conforme política de investimentos, a meta de rentabilidade para o fundo capitalizado é de IPCA + 2,92% e o foco de sua carteira recai sobre o longo prazo.

**Tabela 5 - Aplicações do Plano Previdenciário de renda fixa**

CNPJ do Fundo	Valor do Ativo	CDI, IRFM, IMAB e IDKA	
		Percentual da carteira	Tipo de Ativo
10.859.917/0001-08	6.218.355,37	1,37%	Art. 7º IV a
28.515.874/0001-09	59.615,18	0,01%	Art. 7º IV a
11.484.558/0001-06	17.174.458,00	3,78%	Art. 7º I b
03.399.411/0001-90	10.388.240,84	2,28%	Art. 7º IV a
20.216.216/0001-04	2.806.002,37	0,62%	Art. 7º IV a
13.077.415/0001-05	45.379,93	0,01%	Art. 7º I b
13.322.205/0001-35	17.231.026,38	3,79%	Art. 7º I b
03.543.447/0001-03	25.162.637,59	5,53%	Art. 7º I b
13.077.418/0001-49	31.159.740,02	6,85%	Art. 7º IV a
03.737.206/0001-97	50.853.966,61	11,19%	Art. 7º IV a
10.740.670/0001-06	67.336.198,86	14,81%	Art. 7º I b
11.060.913/0001-10	1.381.268,80	0,30%	Art. 7º I b
14.386.926/0001-71	8.868.620,36	1,95%	Art. 7º I b
23.215.097/0001-55	347.774,26	0,08%	Art. 7º I b
21.838.150/0001-49	11.436.114,76	2,52%	Art. 7º IV a
00.832.435/0001-00	87.106.249,57	19,16%	Art. 7º, IV, a
09.093.883/0001-04	20.783.243,28	4,57%	Art. 7º, VII, b
08.703.063/0001-16	20.285.817,59	4,46%	Art. 7º I b
17.517.577/0001-78	11.650.026,42	2,56%	Art. 7º I b
667230	4.920.799,36	1,08%	Art. 7º, I, a
667231	1.361.348,90	0,30%	Art. 7º, I, a
737065	815.773,83	0,18%	Art. 7º, I, a
737066	5.302.529,87	1,17%	Art. 7º, I, a
590391	4.165.591,40	0,92%	Art. 7º, I, a
1057076	10.050.931,95	2,21%	Art. 7º, I, a
<b>TOTAL</b>	<b>416.911.711,48</b>	<b>91,70%</b>	

Fonte: DAIR dezembro de 2022 retirado do CADPREV

**Tabela 6 - Aplicações do Plano Previdenciário atreladas ao IBOVESPA**

CNPJ do Fundo	IBOVESPA		Tipo de Ativo
	Valor do Ativo	Percentual da carteira	
07.882.792/0001-14	967.245,87	0,21%	Art. 8º - II - a
09.005.805/0001-00	3.441.700,93	0,76%	Art. 8º, II, a
15.154.441/0001-15	1.508.181,16	0,33%	Art. 8º - II - a
17.502.937/0001-68	6.810.564,60	1,50%	Art. 8º - II - a
03.737.217/0001-77	1.677.856,07	0,37%	Art. 8º, I, a
01.699.688/0001-02	303.400,52	0,07%	Art. 8º I a
02.887.290/0001-62	486.256,61	0,11%	Art. 8º - II - a
08.817.414/0001-10	5.250.767,52	1,15%	Art. 8º, I, a

IBOVESPA			
CNPJ do Fundo	Valor do Ativo	Percentual da carteira	Tipo de Ativo
14.476.729/0001-43	4.196.390,95	0,92%	Art. 8º - II – a
16.617.446/0001-08	3.459.799,11	0,76%	Art. 8º, I
19.831.126/0001-36	259.232,70	0,06%	Art. 8º - II – a
<b>TOTAL</b>	<b>28.361.396,89</b>	<b>6,24%</b>	

Fonte: DAIR dezembro de 2022 retirado do CADPREV

Tabela 7 - Aplicações do Plano Previdenciário atreladas ao IFHA ES&P500

IFHA			
CNPJ do Fundo	Valor do Ativo	Percentual da carteira	Tipo de Ativo
26.269.692/0001-61	1.988.549,34	0,44%	Art. 10, I
<b>TOTAL</b>	<b>1.988.549,34</b>	<b>0,44%</b>	

S%P500			
CNPJ do Fundo	Valor do Ativo	Percentual da carteira	Tipo de Ativo
17.413.636/0001-68	3.957.726,64	0,87%	Art. 9 Aº, II
21.752.617/0001-33	2.107.964,16	0,46%	Art. 9 Aº, II
17.431.816/0001-72	1.325.954,05	0,29%	Art. 9 Aº, II
<b>TOTAL</b>	<b>7.391.644,85</b>	<b>1,63%</b>	

Fonte: DAIR dezembro de 2022 retirado do CADPREV

#### 5.4) Patrimônio do Plano Financeiro

O valor do patrimônio alocado no Plano Financeiro é de R\$ 121.118.890,42 em Renda Fixa integralmente, sendo que 99,41% encontram-se no fundo BRB CAPITAL FIC FI RF LP, conforme Art. 7º IV a - FI Renda Fixa. Este fundo está estruturado em repartição simples.

Tabela 8 - Aplicações do Plano Financeiro atreladas ao CDI

IFHA			
CNPJ do Fundo	Valor do Ativo	Percentual da carteira	Tipo de Ativo
03.399.411/0001-90	427.872,18	99,41%	Art. 7º IV a - FI Renda Fixa
10.859.917/0001-08	120.407.760,00	0,35%	Art. 7º IV a - FI Renda Fixa
13.077.418/0001-49	283.258,24	0,23%	Art. 7º IV a - FI Renda Fixa
<b>TOTAL</b>	<b>121.118.890,42</b>	<b>100,00%</b>	

Fonte: DAIR dezembro de 2022 retirado do CADPREV

As aplicações do plano financeiro são feitas em instrumentos de curto prazo e alta liquidez, uma vez que são desembolsados para o pagamento de aposentados e pensionistas no mesmo exercício.

## 5.5) Patrimônio do Fundo Solidário Garantidor – FSG

O Fundo Solidário Garantidor é destinado a ser reserva garantidora da solvência parcial ou total das obrigações previdenciárias dos Fundo Financeiro de Previdência Social e do Fundo Capitalizado dos Servidores do Distrito Federal. Inicialmente foi composto por todo o patrimônio existente na data da publicação da Lei Complementar nº 932/2017, vinculado ao antigo Fundo Previdenciário do Distrito Federal – DFPREV.

O FSG está distribuído entre ativos financeiros e ativos não financeiros, compostos pela carteira de Imóveis (R\$ 1.318.249.800,00) e por ações no BRB que, em 2022, os dividendos geraram uma receita de R\$ 55.410.016,95.

Ressalta-se, ainda, a existência de investimentos no Tesouro Direto que correspondem ao montante de R\$ 1.209.886.591,43.

Ao consolidar a carteira entre os ativos financeiros e não financeiros, temos que os ativos não financeiros correspondem a 26,42% do Fundo e os ativos financeiros correspondem a 73,58% divididos da seguinte forma: 55,42% da carteira atrelada a indexadores de renda fixa, 13,88% atrelados ao IBOVESPA, 2,82% atrelados ao S&P500 e os 1,45% restantes atrelados ao IHFA.

**Tabela 9 - Aplicações do FSG atreladas ao IBOVESPA, S&P500 e IHFA, e Imóveis**

<b>IBOVESPA</b>			
<b>CNPJ</b>	<b>Valor do Ativo (R\$)</b>	<b>Tipo de Ativo</b>	
16.720.629/0001-46	1.271.194,25	Art. 8º IV a	
17.311.079/0001-74	19.800.024,37	Art. 8º IV b	
22.489.410/0001-80	3.915.716,01	Art. 8º IV a	
15.154.441/0001-15	28.234.992,11	Art. 8º - II - a	
15.576.907/0001-70	9.222.000,00	Art. 8º IV b	
17.098.794/0001-70	5.785.503,62	Art. 8º IV b	
17.502.937/0001-68	1.881.058,78	Art. 8º - II - a	
07.882.792/0001-14	17.730.178,87	Art. 8º - II - a	
16.565.056/0001-23	14.023.857,53	Art. 8º - II - a	
23.731.629/0001-07	8.171.076,19	Art. 8º - II - a	
19.831.126/0001-36	37.146.900,10	Art. 8º - II - a	
14.476.729/0001-43	15.568.156,13	Art. 8º - II - a	
11.458.144/0001-02	544.269,22	Art. 8º - II - a	
06.988.623/0001-09	15.199.171,65	Art. 8º - II - a	
11.628.883/0001-03	147.884.906,84	Art. 8º - II - a	
01.675.497/0001-00	40.987.333,90	Art. 8º - II - a	
08.279.304/0001-41	131.670.106,43	Art. 8º - II - a	
11.182.064/0001-77	83.267.374,33	Art. 8º - II - a	
01.699.688/0001-02	6.785,30	Art. 8º I a	
38.027.169/0001-08	110.446.807,22	Art. 8º I a	
<b>TOTAL</b>	<b>692.757.412,86</b>		

<b>S&amp;P500</b>		
<b>CNPJ</b>	<b>Valor do Ativo (R\$)</b>	<b>Tipo de Ativo</b>
37.331.342/0001-02	68.572.164,07	Art. 9º, II
37.331.365/0001-09	72.184.900,73	Art. 9º, II
<b>TOTAL</b>	<b>140.757.064,80</b>	

<b>IHFA</b>		
<b>CNPJ</b>	<b>Valor do Ativo (R\$)</b>	<b>Tipo de Ativo</b>
08.070.841/0001-87	31.030.950,98	Art. 10, I
19.837.544/0001-30	41.396.642,45	Art. 10, II
<b>TOTAL</b>	<b>72.427.593,43</b>	<b>TOTAL</b>

<b>Imóveis – Ativos não Financeiros</b>		
<b>Quantidade</b>	<b>Valor do Ativo(R\$)</b>	<b>Tipo de Ativo</b>
36	1.318.249.800,00	Imóveis
<b>TOTAL</b>	<b>1.318.249.800,00</b>	

Fonte: DAIR dezembro de 2022 retirado do CADPREV

Tabela 10 - Aplicações do FSG no segmento de renda fixa

<b>CDI e IMAB</b>		
<b>CNPJ do Fundo</b>	<b>Valor do Ativo (R\$)</b>	<b>Tipo de Ativo</b>
10.859.917/0001-08	393.875,94	Art. 7º IV a
17.302.306/0001-03	22.162.355,40	Art. 7º I b
03.737.206/0001-97	247.860.520,75	Art. 7º IV a
10.740.670/0001-06	142.210.322,45	Art. 7º I b
11.060.913/0001-10	34.758.118,70	Art. 7º I b
14.386.926/0001-71	188.472.289,95	Art. 7º I b
23.215.097/0001-55	50.752.392,71	Art. 7º I b
11.328.882/0001-35	171.852.488,18	Art. 7º I b
13.077.415/0001-05	6.763.530,32	Art. 7º I b
13.322.205/0001-35	162.104.424,57	Art. 7º I b
14.091.645/0001-91	23.058.820,90	Art 7º VII b
19.303.793/0001-46	39.692.281,86	Art. 7º I b
19.523.305/0001-06	13.283.440,94	Art. 7º I b
03.543.447/0001-03	33.342.360,40	Art. 7º I b
13.077.418/0001-49	103.589.938,67	Art. 7º IV a
09.093.883/0001-04	26.622.654,92	Art 7º VII b
00.832.435/0001-00	45.448.443,19	Art. 7º IV a
17.517.577/0001-78	52.246.333,10	Art. 7º I b
10.787.647/0001-69	34.413.244,52	Art. 7º IV a
03.399.411/0001-90	8.296.445,94	Art. 7º IV a
28.515.874/0001-09	56.303.454,82	Art. 7º IV a
20.216.216/0001-04	78.138.195,44	Art. 7º IV a
11.484.558/0001-06	13.455.594,02	Art. 7º - I b
532754	78.905.503,16	Art. 7º IV a
486505	255.646.756,89	Art. 7º IV a
727380	39.849.467,94	Art. 7º IV a
877521	79.698.935,88	Art. 7º IV a
685332	39.849.467,94	Art. 7º IV a
685333	39.849.467,94	Art. 7º IV a
600596	39.849.467,94	Art. 7º IV a
600597	39.849.467,94	Art. 7º IV a
575885	39.849.467,94	Art. 7º IV a
575886	39.849.467,94	Art. 7º IV a
712926	39.849.467,94	Art. 7º IV a
619271	79.698.935,88	Art. 7º IV a
566011	79.698.935,88	Art. 7º IV a
671818	79.698.935,88	Art. 7º IV a
667232	79.698.935,88	Art. 7º IV a
128078	80.392.690,34	Art. 7º IV a
128085	77.651.218,12	Art. 7º IV a
<b>TOTAL</b>	<b>2.765.108.119,13</b>	

Fonte: DAIR dezembro de 2022 retirado do CADPREV

Destaca-se que, conforme política de investimentos, a meta de rentabilidade para o fundo capitalizado é de IPCA + 1,05%.

Como no FSG há necessidade de desembolsos anuais, é importante a redução de risco da carteira, mantendo as aplicações em um perfil mais conservador. Isto pode ser feito através da alocação em produtos de maturação menor e atrelados a indexadores como CDI, IRF-M1 e IMA-B5, bem como aos investimentos no Tesouro Direto.

Após apresentadas as carteiras atuais dos planos, na sessão seguinte, colocam-se o processo de projeção de rentabilidades e otimização de carteiras.

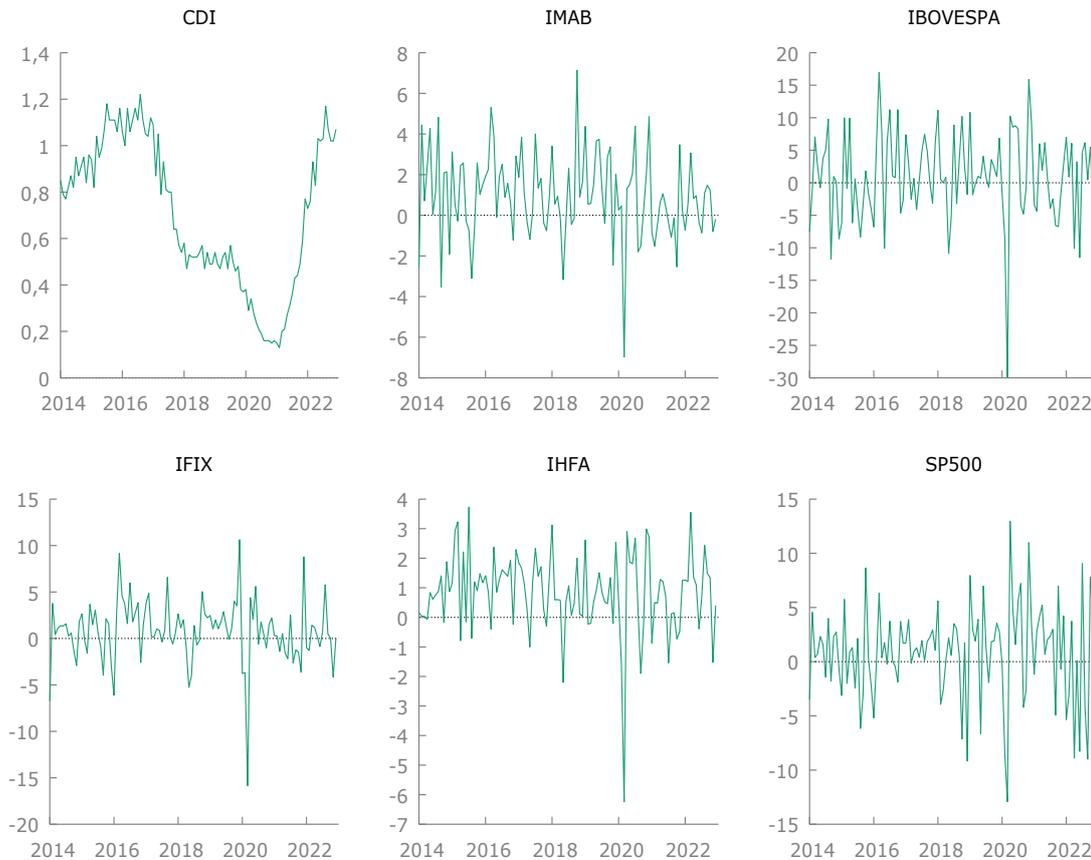
## 6) RENTABILIDADE

### 6.1) Rentabilidade Histórica

Para o estudo de ALM, uma das etapas consiste em distribuir os recursos garantidores do plano de benefícios administrado pela entidade em classes de ativos de acordo com os segmentos da Resolução do CMN e atribuir uma expectativa de retorno nominal para classe do ativo. O retorno poderá ser atribuído tendo como base o benchmark da classe de ativos. Como o estudo ALM visa ao futuro, é importante que expectativas futuras de cenários econômicos possam ser consideradas no estudo. Neste ínterim, são realizadas projeções dos principais indexadores por segmento.

Para o segmento de renda fixa foi considerado o CDI como indexador pós-fixado e o IMAB como prefixado. Para o segmento de renda variável utilizou-se o retorno histórico do IBOVSPA para as projeções. Para investimentos no exterior o indexador considerado foi o S&P500, enquanto para investimentos estruturados considerou-se o IHFA como indexador. Por último, para investimentos em Fundos Imobiliários foi utilizado o IFIX como indexador.

O histórico considerado foi de janeiro de 2014 a dezembro de 2022, totalizando 108 observações para cada indexador, apresentadas na figura baixo:



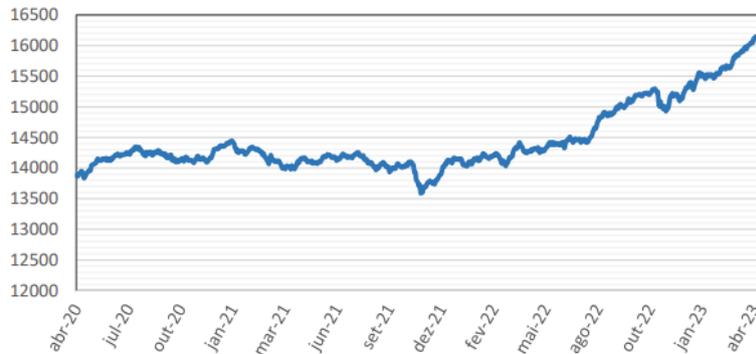
**Gráfico 4 – Histórico de Benchmarks (Elaborado por Inthegra)**

Os títulos públicos têm diversos perfis que variam de acordo com a forma de remuneração e o prazo. A remuneração, por exemplo, pode ser uma taxa fixa ou acompanhar a variação da taxa de juros de curto prazo (DI e Selic) ou juros somados à variação da inflação. Para cobrir todas essas opções, o IMA se divide em vários subíndices. Apresentam-se os considerados neste trabalho:

**IRF-M:** formado por títulos públicos prefixados, que são as LTNs (Letras do Tesouro Nacional ou Tesouro Prefixado) e NTN-Fs (Notas do Tesouro Nacional – Série F ou Tesouro Prefixado com Juros Semestrais).

Descrição	Valor do Índice	Número de componentes	Valor de mercado	PMR	Duration	Convexidade	Yield	Redemption Yield
IRF-M	16.175,35	16	1.375,04	676	446	5,93	12,60	12,21

**Estatística de performance**



Período	Retorno (%)	Risco (%)
mês	1,10	2,48*
3 meses	4,16	2,85*
No ano	5,03	3,16*
1 ano	12,91	3,61*
2 anos	6,93*	3,58*
3 anos	5,25*	3,42*
4 anos	6,83*	4,13*
5 anos	7,33*	4,01*
6 anos	8,23*	4,07*

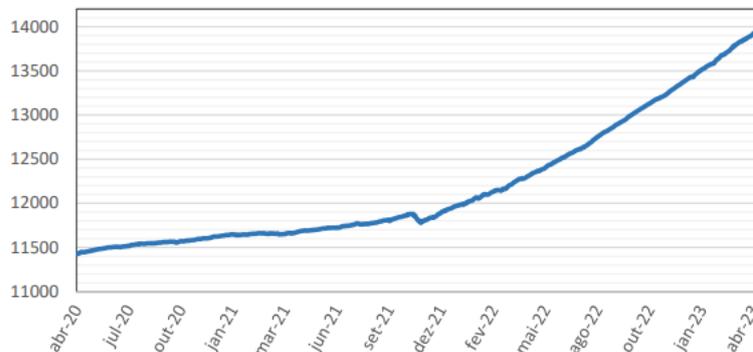
\*Valores anualizados

**Gráfico 5 - Histórico IRF-M (Elaborado por Anbima)**

**IRF-M 1:** formado por títulos públicos prefixados, que são as LTNs (Letras do Tesouro Nacional ou Tesouro Prefixado) e NTN-Fs (Notas do Tesouro Nacional – Série F ou Tesouro Prefixado com Juros Semestrais) com vencimentos abaixo de um ano.

Descrição	Valor do Índice	Número de componentes	Valor de mercado	PMR	Duration	Convexidade	Yield	Redemption Yield
IRF-M 1	13.994,67	4	538,69	193	130	0,67	13,40	13,28

**Estatística de performance**



Período	Retorno (%)	Risco (%)
mês	0,86	0,29*
3 meses	3,10	0,52*
No ano	4,23	0,52*
1 ano	13,31	0,40*
2 anos	9,44*	0,63*
3 anos	7,03*	0,58*
4 anos	6,92*	0,57*
5 anos	6,88*	0,56*
6 anos	7,23*	0,58*

\*Valores anualizados

**Gráfico 6 - Histórico IRF-M1 (Elaborado por Anbima)**

**IRF-M 1+:** formado por títulos públicos prefixados, que são as LTNs (Letras do Tesouro Nacional ou Tesouro Prefixado) e NTN-Fs (Notas do Tesouro Nacional – Série F ou Tesouro Prefixado com Juros Semestrais) com vencimentos acima de um ano.

Descrição	Valor do Índice	Número de componentes	Valor de mercado	PMR	Duration	Convexidade	Yield	Redemption Yield
IRF-M 1+	17.757,44	12	836,35	988	650	9,32	12,09	12,07

#### Estatística de performance

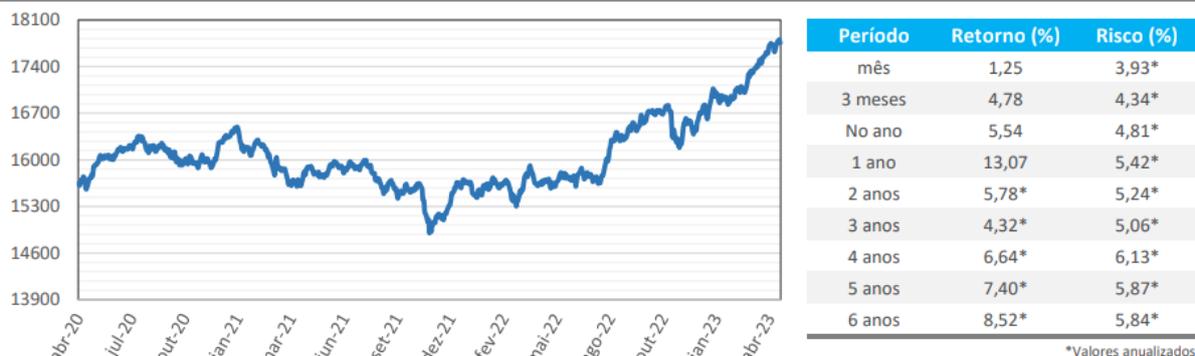


Gráfico 7 - Histórico IRF-M1+ (Elaborado por Anbima)

**IMA-B:** formado por títulos públicos indexados à inflação medida pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), que são as NTN-Bs (Notas do Tesouro Nacional – Série B ou Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais).

Descrição	Valor do Índice	Número de componentes	Valor de mercado	PMR	Duration	Convexidade	Yield	Redemption Yield
IMA-B	9.055,57	15	1.712,28	2.859	1.568	86,92	5,98	5,96

#### Estatística de performance

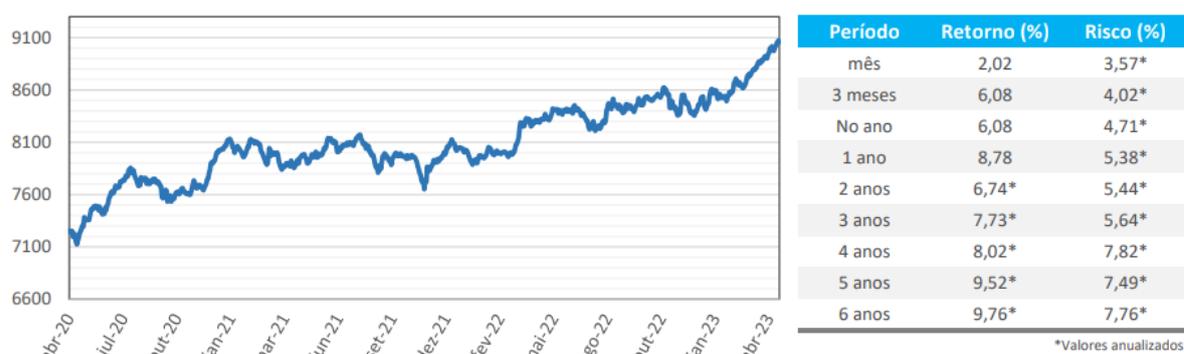


Gráfico 8 - Histórico IMA-B (Elaborado por Anbima)

**IMA-B 5:** formado por títulos públicos indexados à inflação medida pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), que são as NTN-Bs (Notas do Tesouro Nacional – Série B ou Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais) com vencimento de até cinco anos.

Descrição	Valor do Índice	Número de componentes	Valor de mercado	PMR	Duration	Convexidade	Yield	Redemption Yield
IMA-B 5	8.432,38	5	796,86	625	425	5,61	6,03	5,90

#### Estatística de performance

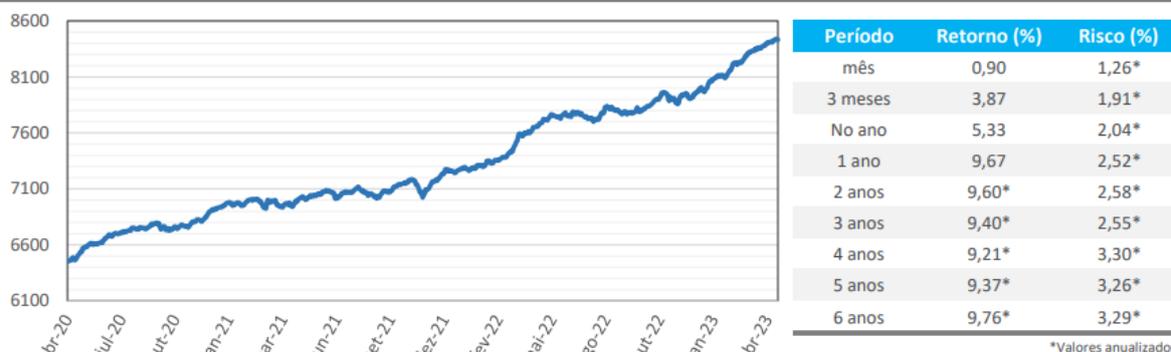


Gráfico 9 - Histórico IMA-B5 (Elaborado por Anbima)

**IMA-B 5+:** formado por títulos públicos indexados à inflação medida pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), que são as NTN-Bs (Notas do Tesouro Nacional – Série B ou Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais) com vencimento igual ou acima de cinco anos.

Descrição	Valor do Índice	Número de componentes	Valor de mercado	PMR	Duration	Convexidade	Yield	Redemption Yield
IMA-B 5+	10.386,08	10	915,42	4.804	2.563	157,70	5,93	5,97

#### Estatística de performance

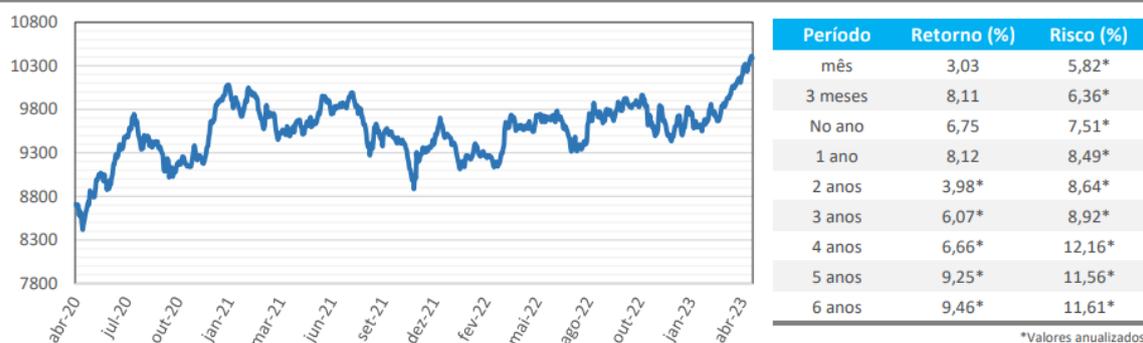


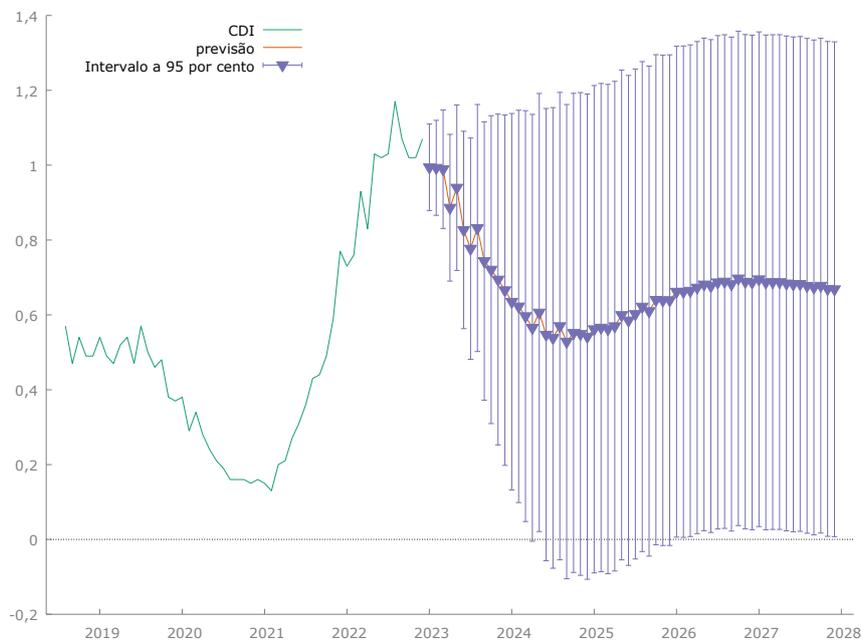
Gráfico 10 - Histórico IMA-B5+ (Elaborado por Anbima)

## 6.2) RENTABILIDADE PROJETADA

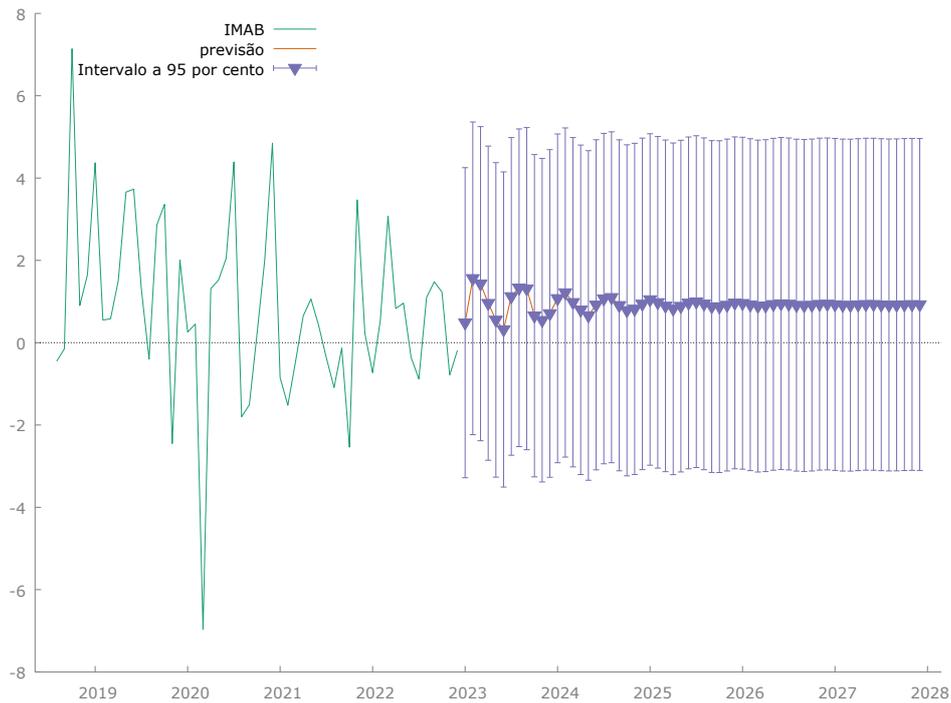
Para projeção dos indicadores CDI, IBOVESPA, IRFM, IMAB, IDKA e SP500, utilizou-se dos modelos de vetores autorregressivos (VAR), que surgiram na década de 80 como resposta às críticas ao grande número de restrições impostas às estimações pelos modelos estruturais. A ideia era desenvolver modelos dinâmicos

com o mínimo de restrições, nos quais todas as variáveis econômicas fossem tratadas como endógenas. Sendo assim, os modelos VAR examinam relações lineares entre cada variável e os valores defasados dela própria e de todas as demais variáveis, impondo como restrições à estrutura da economia somente: a escolha do conjunto relevante de variáveis e do número máximo de defasagens envolvidas nas relações entre elas. Nos modelos VAR, o número de defasagens é normalmente escolhido com base em critérios estatísticos, como os de Akaike ou Schwarz.

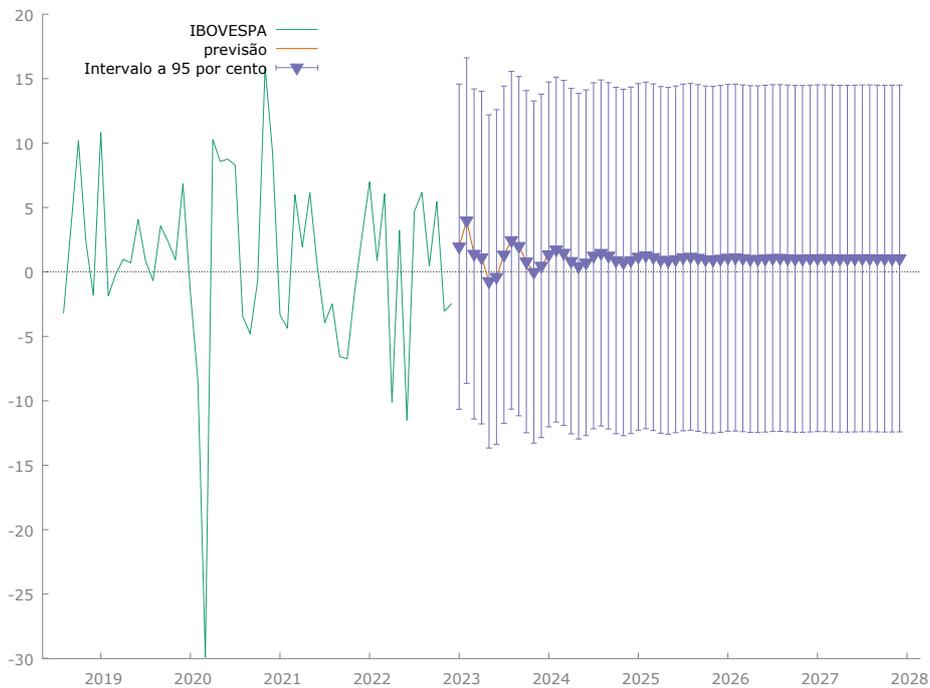
Os resultados da projeção para os cinco (5) anos futuros foram apresentados nos gráficos 11 a 16, considerando um intervalo de confiança de 95% para a média. Com a projeção dos indexadores, se faz possível a evolução do patrimônio do plano e a otimização de carteiras.



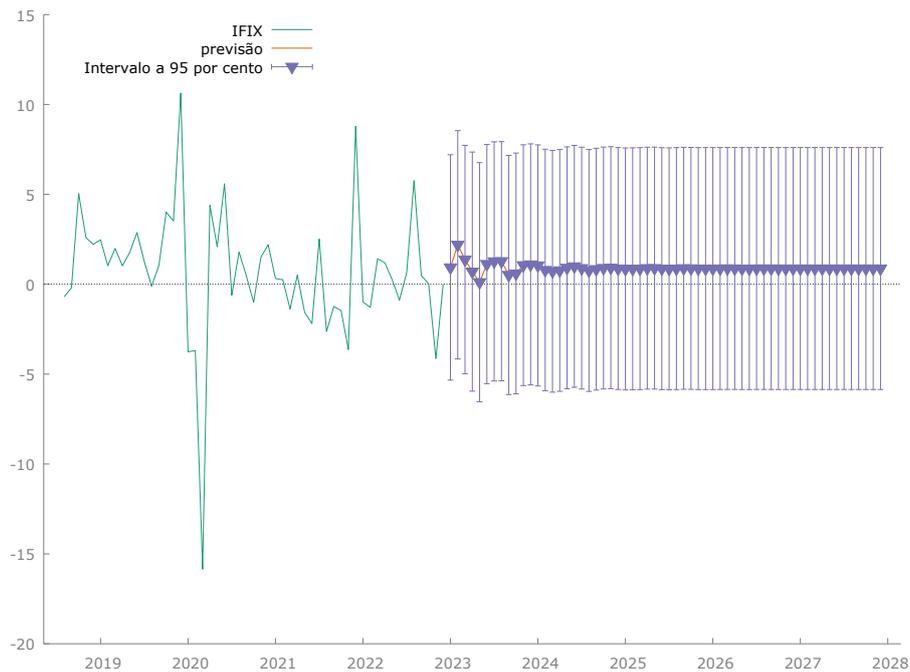
**Gráfico 11 - Projeção de rentabilidade para o CDI**



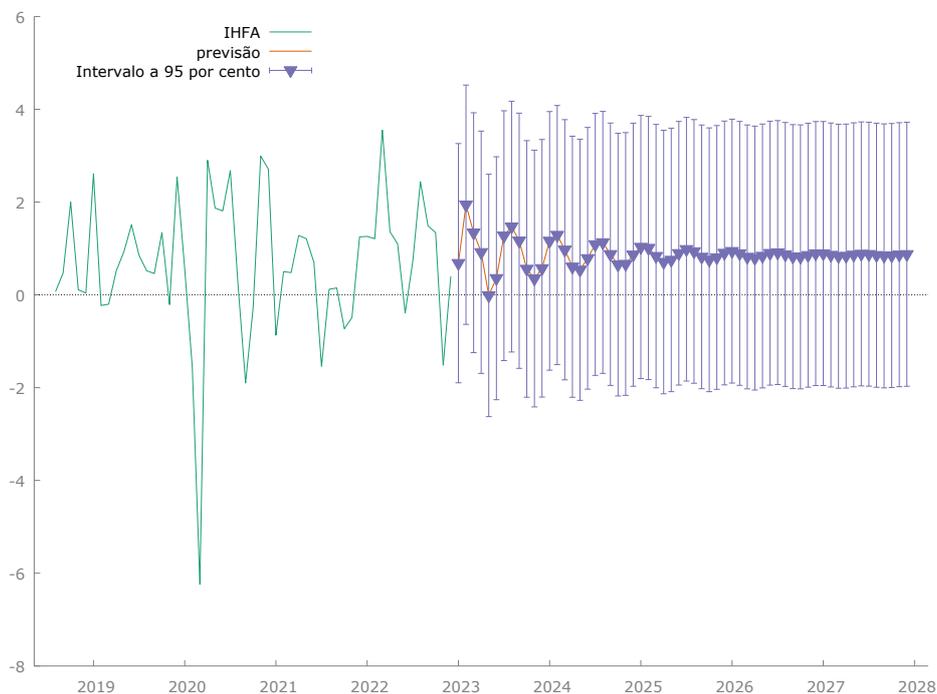
**Gráfico 12 - Projeção de rentabilidade para o IMAB**



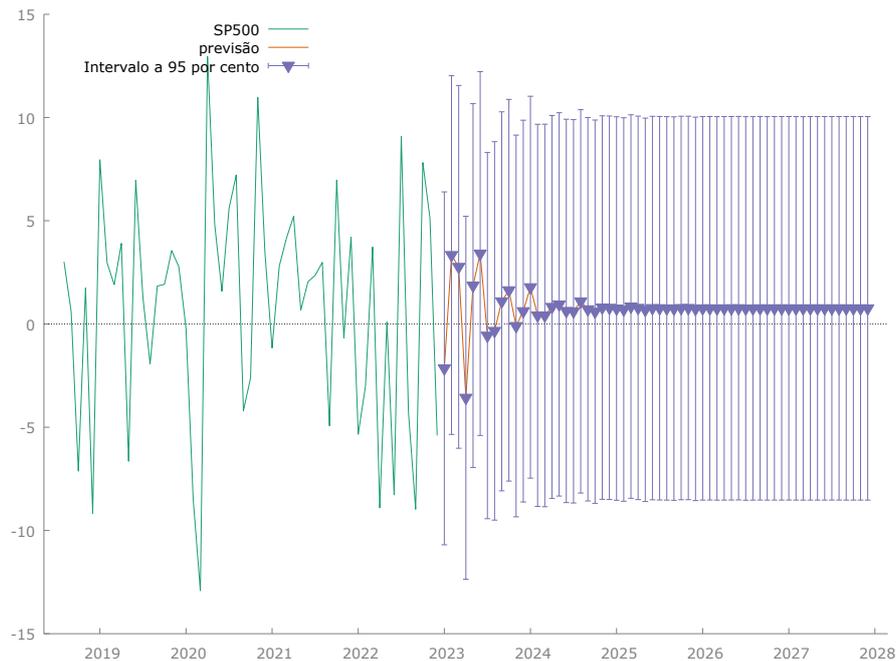
**Gráfico 13 - Projeção de rentabilidade para o IBOVESPA**



**Gráfico 14 - Projeção de rentabilidade para o IFIX**



**Gráfico 15 - Projeção de rentabilidade para o IHFA**



**Gráfico 16 - Projeção de rentabilidade para o S&P500**

As projeções dos indicadores apresentados nos gráficos de 11 a 16 serão utilizadas para evolução do patrimônio dos fundos previdenciários e definição da alocação otimizada, apresentada no tópico a seguir.

## 7) OTIMIZAÇÃO

### 7.1) Fronteira Eficiente

A gestão dos institutos de previdência no âmbito do Setor Público, similarmente aos fundos de pensão privados, envolve decisões sobre a formação da carteira de investimentos que implicam na dicotomia risco e retorno dos recursos. Desse modo, o gestor da carteira buscará uma escolha eficiente para que determinado nível de risco alcance o maior retorno possível de uma carteira, ou, ainda, para certo retorno o menor grau de risco.

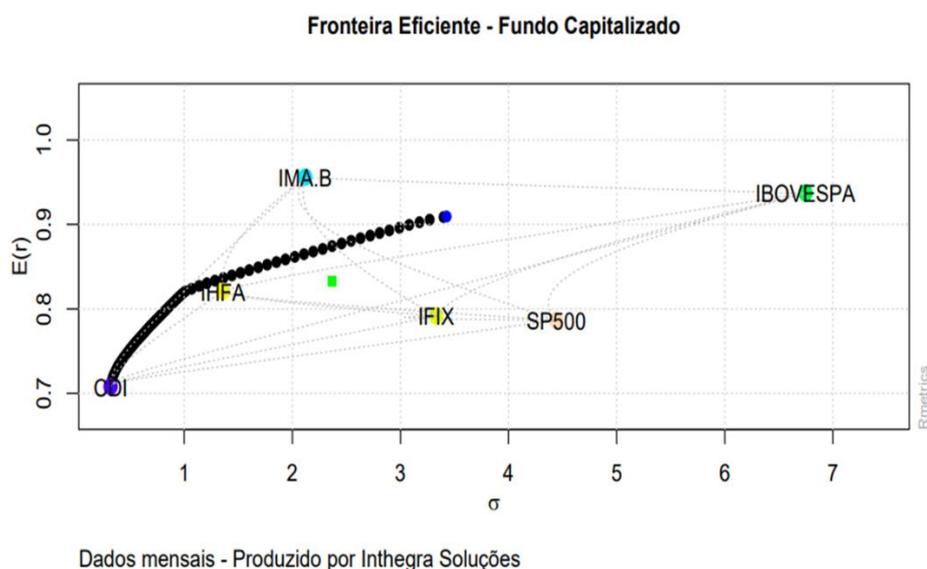
Após o trabalho desenvolvido por Markowitz (1952) os estudos referentes a finanças sofreram grandes avanços. Até então o pensamento relacionado às decisões de investimento estava ligado à alocação de recursos financeiros nos ativos que ofereciam os maiores retornos esperados. Porém, Markowitz demonstrou que é possível obter combinações mais eficientes de alocação de recursos, através de uma melhor relação entre retorno esperado e risco incorrido, por meio do investimento em diferentes categorias de ativos que são negativamente correlacionados um com o outro, reduzindo os riscos existentes em um portfólio.

Vale destacar que existem dois tipos de risco que estão associados com quaisquer bens individuais: o risco sistemático; conhecido como risco de mercado que não pode ser minimizado ou eliminado por meio da diversificação, e o risco não sistemático; que é específico para determinada empresa ou mercado, e que pode ser reduzido usando o processo de diversificação. A teoria de portfólio, utilizada neste trabalho, busca reduzir o risco não sistemático.

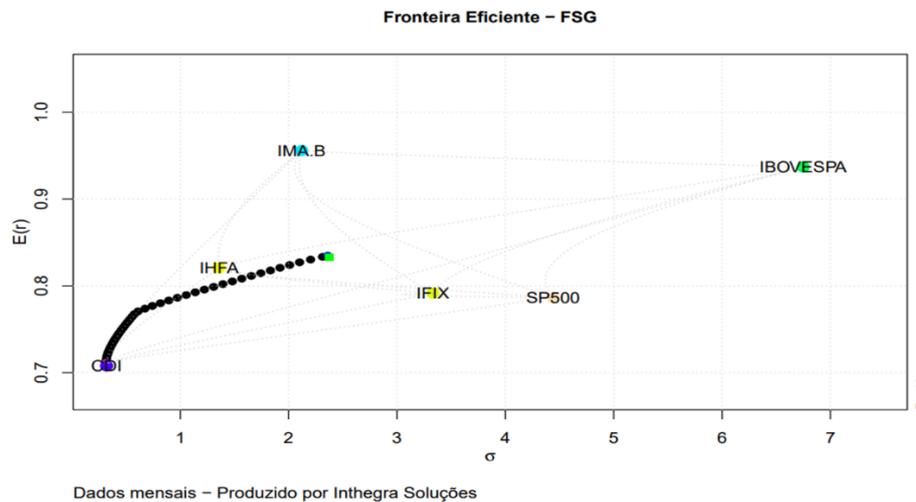
Markowitz (1952) desenvolveu um modelo matemático onde a variância da carteira depende da covariância entre os pares de ativos, a qual por sua vez depende da correlação entre os ativos. Assim, quando dois ou mais ativos pouco relacionados compõem uma carteira de investimentos consegue-se um risco menor que a média ponderada dos riscos individuais. Então, investidores podem determinar as carteiras “ótimas”, através da relação entre risco e retorno, formando-se assim a fronteira eficiente.

A **fronteira eficiente** pode ser descrita como o melhor conjunto possível de carteiras, isto é, todas as carteiras têm o mínimo nível de risco para dado nível de retorno. Os investidores se concentrariam na seleção de uma melhor carteira na fronteira eficiente e ignorariam as demais consideradas inferiores.

Desta forma, é possível definir o conceito de fronteira eficiente. Entendida como o conjunto de carteiras onde para um determinado risco tem-se o maior retorno possível ou para um determinado nível de retorno tem-se o menor risco possível. Markowitz (1952) sugere que o portfólio ideal para o investidor averso ao risco está na curva da fronteira eficiente, onde ele encontrará a melhor carteira com o menor risco em relação a suas expectativas, o que contribui para escolhas mais assertivas por parte dos investidores.



**Gráfico 17 - Conjunto de portfólios otimizados por indexadores para o Fundo Previdenciário**



**Gráfico 18 - Conjunto de portfólios otimizados por indexadores para o Fundo Solidário Garantidor**

A fronteira eficiente apresenta algumas características diferentes entre os fundos capitalizado/previdenciário e solidário garantidor. Para o Fundo Financeiro, em repartição simples, a fronteira não foi delimitada, visto o curto prazo e alta liquidez das aplicações.

Para o fundo capitalizado, um portfólio mais centrado em IHFA se localizaria em uma posição otimizada. Como este é um fundo de longo prazo, destaca-se a necessidade de diversificação, com a introdução e manutenção de ativos no exterior, diretamente ou via fundos. Tais ativos possuem correlação baixa ou em alguns casos negativa com o cenário doméstico, o que pode contribuir para aumento da rentabilidade especialmente em cenários de stress no mercado nacional. Esta posição foi representada pelo indicador S&P500.

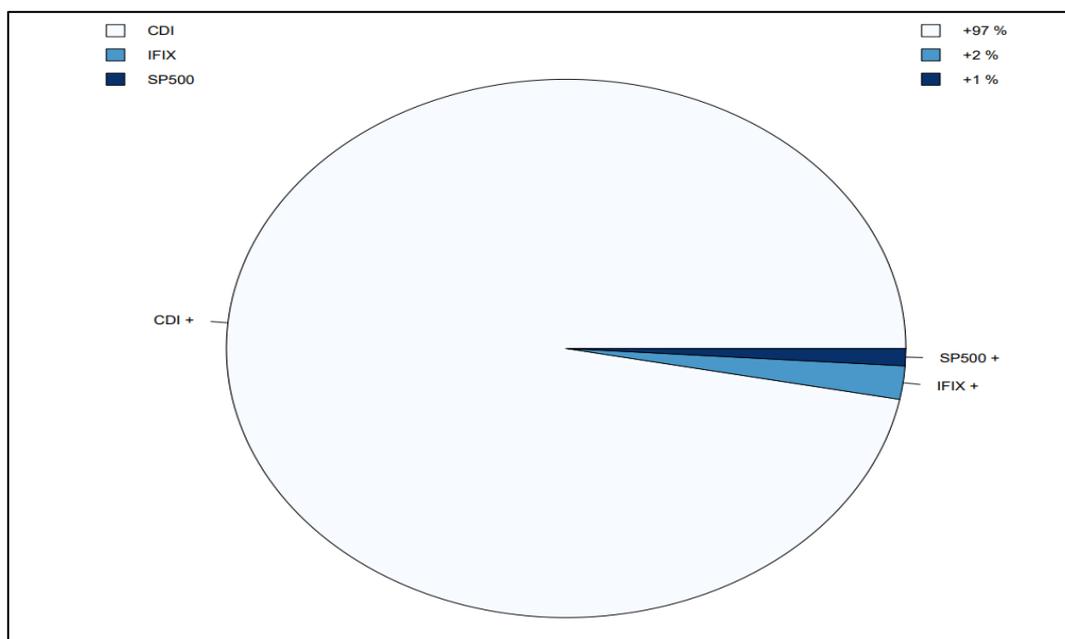
Apesar de uma posição apenas em ativos atrelados à inflação estar fora da fronteira eficiente, destaca-se a necessidade de alocação nestes indexadores, tais como IDKA e IMAB. No caso de IMAB, a marcação a mercado acaba por influenciar na rentabilidade contabilizada. O Relatório Focus de Mercado apresenta 12,50% ao ano como estimativa para SELIC já ao final de 2023, o que faz com que, com a queda dos juros, a marcação a mercado traga efeito positivo nas carteiras.

Pelo gráfico 18 percebe-se a similaridade da carteira do FSG, com a manutenção de um perfil conservador para os investimentos. Neste caso, privilegiam-se as alocações em CDI.

Tendo em vista o exposto, este trabalho aplicou a teoria de Markowitz para a determinação do portfólio de mínima variância - PMV e do portfólio tangente - PT para os investimentos do RPPS, considerando o fundo capitalizado e o fundo solidário garantidor. O PT é aquele para onde em determinado risco tem-se o maior retorno possível, enquanto o PMV para um determinado nível de retorno tem-se o menor risco possível.

## 7.2) Portfólio de Variância Mínimo

O portfólio de mínima variância (PMV) corresponde ao caso específico do modelo de otimização por média-variância de Markowitz no qual o parâmetro de aversão ao risco do investidor, assume um valor que tende ao infinito e assim, o objetivo da carteira otimizada para o PMV é **minimizar o risco do investidor**, dado um nível de retorno. Este portfólio é mais recomendado para gestores conservadores visto que preza pela minimização do risco.



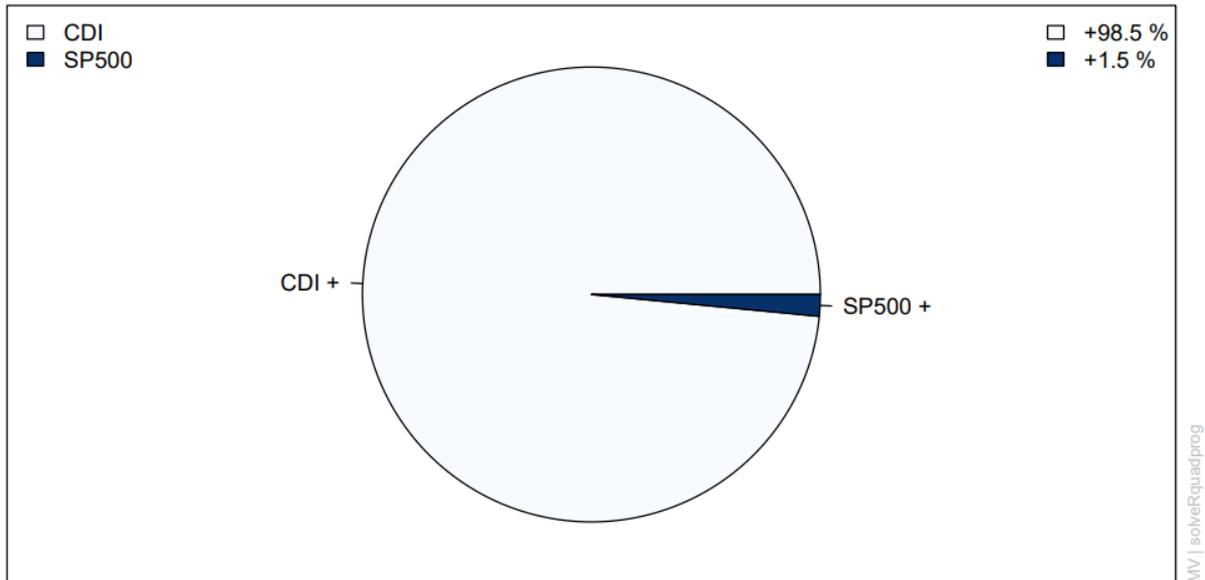
**Gráfico 19 - Portfólio de Variância Mínima para o Fundo Capitalizado**

Conforme gráfico 19, a concentração recomendada para o fundo previdenciário está em CDI (97%), formado por títulos públicos pós-fixados, especialmente pelo ciclo atual de juros. Para completar a carteira tem-se ainda Investimentos em Fundos Imobiliários (2%) e Investimentos no Exterior (1%).

Esta carteira otimizada alcança uma rentabilidade nominal média anual de 12,08% e uma volatilidade de 2,03% ao ano.

Por sua vez, para o fundo solidário garantidor, tem-se:

**Carteira Conservadora Otimizada – FSG**

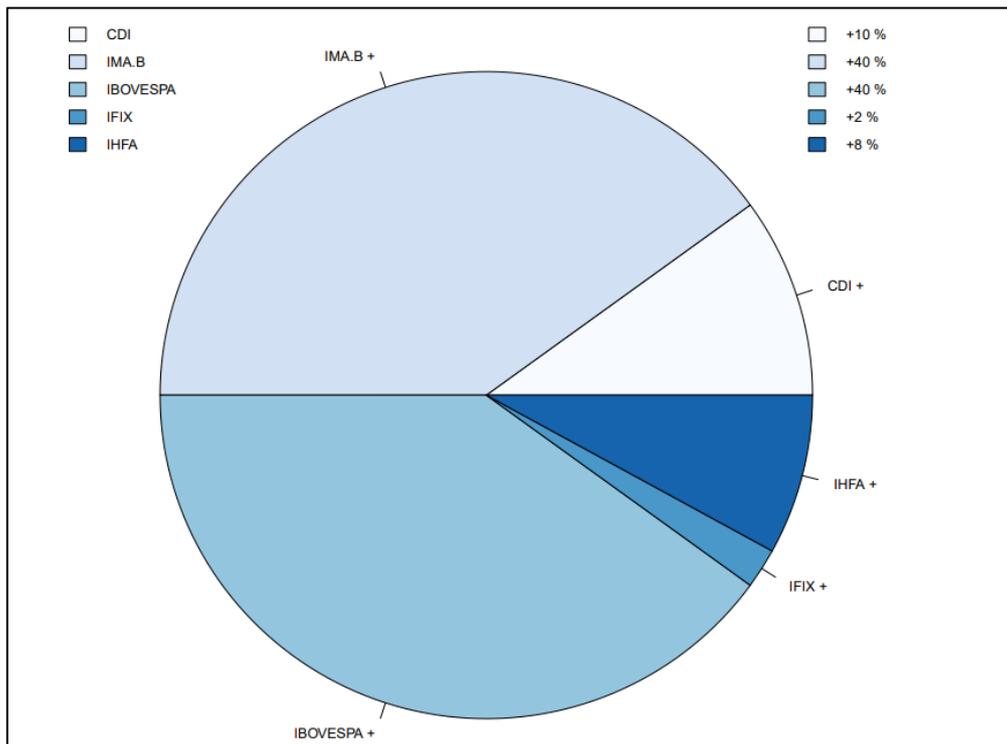


**Gráfico 20 - Portfólio de Variância Mínima para o Fundo Solidário Garantidor**

Neste caso, a dominância prevalece em CDI (98,5%). O percentual em ativos internacionais aparece para o FSG, mesmo que com apenas 1,5% da carteira. Esta carteira otimizada alcança uma rentabilidade média anual nominal de 12,63% e uma volatilidade de 2,28% ao ano.

### 7.3) Portfólio Tangente

Por sua vez, há ainda o Portfólio Tangente (PT) que leva este nome visto que é tangente à fronteira eficiente e superior a todas as outras linhas viáveis. Portanto, a carteira tangente é a carteira ótima de risco, correspondendo ao portfólio de ativos para o qual cada unidade de risco acrescida permite o maior aumento da rentabilidade. Sendo assim, este portfólio prioriza a **maximização do retorno**, dado determinado nível de risco e por ser assim, é mais recomendado para investidores mais agressivos ou com menor aversão ao risco.



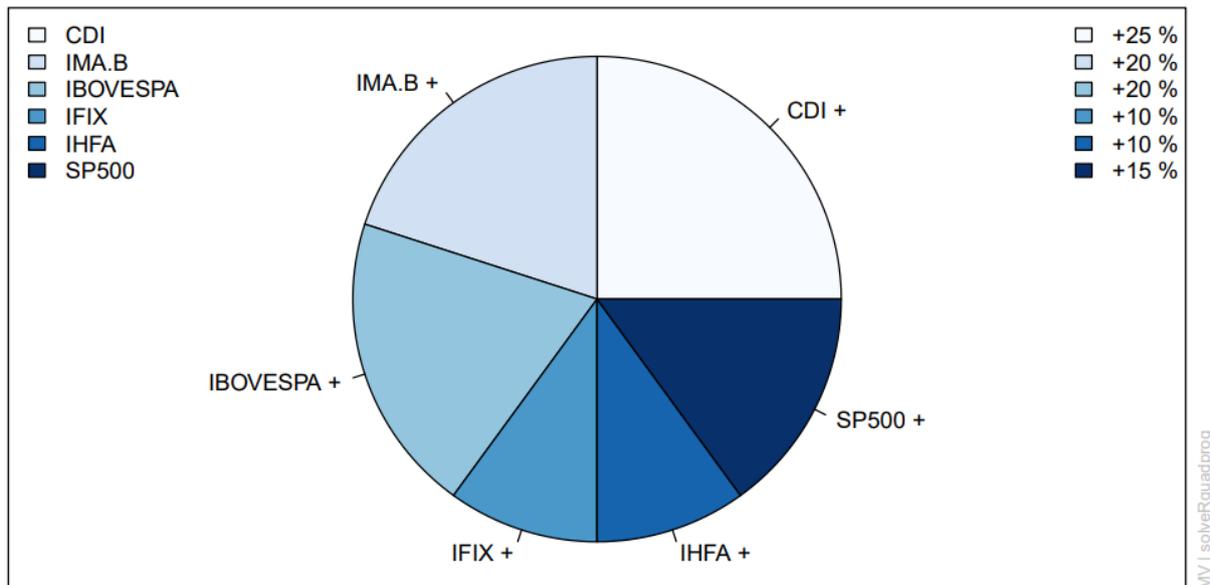
**Gráfico 21 - Portfólio de Tangente para o Fundo Capitalizado**

Para o fundo capitalizado, a carteira arrojada é capaz de suprir a meta de rentabilidade estabelecida na política de investimentos, de acordo com as projeções utilizadas. Para tanto, a posição em renda fixa totaliza 50% da carteira, sendo 40% em IMAB e 10% em CDI, e a posição em ativos atrelados ao Ibovespa totaliza 40% da carteira. Os 10% restantes estão divididos em IHFA, que representa o segmento de estruturados e IFIX, que representa os investimentos imobiliários.

A carteira otimizada arrojada para o Fundo Capitalizado alcança uma rentabilidade nominal média anual de 14,29% e uma volatilidade de 4,08% ao ano. Para o FSG os números são 13,92% ao ano e 4,19% ao ano, respectivamente.

Para simular a carteira de investimentos de cada um dos fundos, fez-se necessário incluir limitações ao modelo de forma a adequar a carteira ótima à Política de Investimentos vigente bem como o arcabouço regulatório aplicável, tal qual a Resolução CMN nº 3922 e atualizações. A volatilidade histórica, mensurada pelo desvio padrão dos retornos, foi utilizada como medida de risco de cada segmento.

**Carteira Arrojada Otimizada – FSG**



**Gráfico 22 - Portfólio de Tangente para o Fundo Solidário Garantidor**

Para o Fundo Solidário Garantidor, tem-se uma carteira mais diversificada, na qual a posição de IBOVESPA, IFIX, IHFA E S&P500 alcançam 55% da carteira enquanto a posição em renda fixa totaliza 45% da carteira, sendo 25% em CDI e 20% em IMAB. Neste caso a carteira arrojada também é capaz de suprir a meta de rentabilidade estabelecida na política de investimentos de acordo com as projeções utilizadas.

Ressalta-se que a não há uma única estrutura de alocação de ativos que apresente o melhor resultado através da mitigação dos riscos de liquidez e solvência do plano previdenciário administrado pelo IPREV/DF. Todavia, as carteiras apresentadas que se localizam na fronteira eficiente, aumentam as probabilidades de redução de tais riscos.

## 8) EVOLUÇÃO DO FLUXO E DIRETRIZES

Os gráficos 1 e 2 apresentaram o fluxo de caixa esperado para o horizonte de 75 anos para os planos de benefícios. Para fazer frente a este passivo, há os investimentos dos planos e, principalmente, o fundo solidário garantidor. Com os resultados apresentados no tópico 6.2 e, partindo da carteira atual dos planos, foi possível projetar a evolução esperada do portfólio e os recebimentos provenientes dele.

Iniciando pelo Fundo Capitalizado, considerando os fluxos de caixa projetados anteriormente, observa-se que a partir de 2050 haverá sucessivos resultados previdenciários negativos e, para que o RPPS possa efetuar os pagamentos futuros é necessário que ele rentabilize o seu patrimônio e as novas aplicações

a uma taxa real mínima conforme a meta atuarial do plano. Nesta situação, entende-se que há capacidade de marcação dos ativos pela curva de rendimentos.

Para efeito desta evolução de fluxo, considerou-se que o FSG receberá as seguintes receitas: Rentabilidade decorrente da aplicação do patrimônio deste Fundo, com valores projetados considerando rentabilidade do item 6.2 deste documento; Receita decorrente de aluguéis estimada em R\$ 175.434,66 anuais; Dividendos e Juros sobre Capital Próprio – JCP estimados em R\$ 62.765.153,65 anuais. Ainda, considerou-se que as receitas deste Fundo serão repassadas ao Plano Financeiro.

Todavia, estas fontes de custeio mostram-se insuficientes para cobertura imediata do fluxo previdenciário do plano, havendo necessidade de suplementação pelo ente federado.

Nota-se que é possível otimizar o resultado geral dos investimentos do IPREV/DF, promovendo uma realocação dos recursos de maneira a melhorar a performance geral da carteira, dentre as quais destaca-se:

- Para o fundo financeiro, recomenda-se a manutenção em ativos de vértices curtos (CDI), mantendo um colchão de liquidez para cobertura de despesas previdenciárias de curto prazo, além de reduzir a volatilidade da carteira.
- No fundo capitalizado, reduzir gradualmente a exposição dos investimentos em ativos de vértices médios (IMA-B 5, IDkA 2A, IRF-M), aumentando proporcionalmente os investimentos em ativos de vértices longos (IMA-B / IMA-B 5+), com vistas a diminuir o risco geral da carteira de investimentos em renda fixa em não obter retornos consistentes no longo prazo, além de aproveitar uma janela de oportunidade proporcionada pela abertura do prêmio de risco nos ativos com vencimento mais longos.
- Aumentar progressivamente e mediante criteriosa análise de risco os investimentos em ativos que incorrem em risco de crédito privado buscando aproveitar a elevação do “spread” das operações de crédito. Coloca-se que com a recuperação da economia real as taxas tendem a diminuir. Conforme consta na política de investimentos, eventuais alocações deverão ser precedidas de um maior rigor na análise da qualidade dos produtos direcionados para este segmento.
- Aumentar gradual e progressivamente os investimentos em ativos direcionados a capturar o potencial de recuperação da economia doméstica e externa (ativos de base real), promovendo aporte de recursos nos segmentos de renda variável e exterior.

Em relação à liquidez da carteira, o risco atual pode ser dado como muito baixo, considerando que a maior parte dos recursos investidos no mercado financeiro estavam direcionados para fundos com liquidez em até 30 dias. Ainda, se considerarmos o fluxo das receitas previdenciárias, somente a partir de 2050 haverá

necessidade de resgate de recursos para cumprimento dos compromissos atuariais do fundo previdenciário, motivo pelo qual há espaço para alongamento dos prazos de desinvestimento dos fundos, sem que comprometa o fluxo de pagamento dos benefícios futuro. Além disto, entende-se pela viabilidade de marcação destes ativos pela curva, conforme inciso I e III da Portaria MF nº 577/17.

Salienta-se a importância da diversificação dos investimentos nos diversos segmentos permitidos pela legislação, como forma de acumular reservas suficientes, objetivando desonerar o custeio do plano no longo prazo, tanto aos segurados quanto ao ente federado.

## 9) ENCERRAMENTO

O presente trabalho objetivou apresentar os resultados do estudo de Asset Liability Management para o Instituto de Previdência dos Servidores do Distrito Federal – IPREV/DF e estimar o portfólio de variância mínima (Carteira Conservadora) e o portfólio tangente (Carteira Agressiva), conforme estabelecido por Markowitz (1952). Além disso, objetivou-se apresentar possíveis incrementos nas carteiras e a possibilidade de marcação dos títulos públicos pela curva de vencimentos.

A carteira de investimentos dos planos é composta em sua maioria por investimentos no segmento de renda fixa e tal conservadorismo pode ser explicado pelo histórico de rentabilidades dos fundos de renda fixa que por anos trouxeram boas rentabilidades, capazes de atingir a meta atuarial. Todavia, com a redução dos juros, uma maior diversificação vem sendo percebida e reforçada neste trabalho. Há de se levar em consideração a própria caracterização dos fundos e perfil atuarial.

Os portfólios estimados atingiram a meta atuarial, sendo que o portfólio de variância mínima se mostrou menos rentável que o portfólio tangente. Nota-se então que a utilização de carteiras eficiente pode significar melhores desempenhos financeiros para o regime próprio de previdência social. Esta otimização tornaria o cumprimento dos objetivos do fundo mais eficaz e propiciaria maior segurança no pagamento de benefícios aos participantes do regime.

---

Sem mais para o momento, estas são as considerações.

**Thiago Silveira**

Diretor Técnico Atuarial  
Atuário MIBA nº 2.756  
ANBIMA – CPA20

**Sabrina Amélia de Lima**

Doutora em Finanças  
Atuário MIBA nº 2.543  
Especialista Anbima – CEA