



Maio - 2026

Carta Extra 01

Esta Carta Mensal de Investimentos apresenta informações exclusivamente relacionadas à FAPES – Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES. Os dados aqui divulgados são gerenciais e podem sofrer alterações após o encerramento contábil.

Outros relatórios e documentos estão disponíveis no site oficial da FAPES.

Para esclarecimentos adicionais sobre este material, entre em contato pelo **Fale FAPES**.

Este conteúdo tem caráter informativo e não constitui recomendação de investimento.

A rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros.



Carta Extra Maio/2026

NTN-B acima de 8% ao ano, o que fazer?

Desde outubro de 2025, a FAPES passou a encaminhar aos participantes dois novos formatos de comunicação sobre investimentos, uma carta mensal, com conteúdo mais consolidado, e uma carta trimestral, com abordagem mais abrangente. Essas iniciativas vieram para complementar as informações que a Fundação já disponibiliza regularmente por meio do Relatório Anual, do Raio X de Investimentos, dos balancetes mensais e das demonstrações contábeis. Com as cartas mensais e trimestrais, buscamos nos aproximar ainda mais dos participantes, compartilhando nossas estratégias de investimento, informações de mercado, análises dos resultados auferidos e nossa visão prospectiva.

Apesar desses avanços, avaliamos que, em contextos de exceção, faz sentido realizar comunicações extraordinárias. Mais recentemente, o mercado passou a apresentar um comportamento excepcional no que se refere aos níveis das taxas de juros de longo prazo, movimento que vem impactando o resultado das carteiras e gerando algum grau de receio em parte dos investidores e participantes. Nesse contexto, a Diretoria de Investimentos entendeu ser importante realizar esta comunicação extraordinária para compartilhar sua visão sobre esse cenário e apresentar de que forma o ambiente atual altera, ou não, nossa convicção sobre os investimentos em NTN-Bs de vencimento longo.

No início do ano, as expectativas de mercado apontavam para um ciclo de queda de juros no Brasil e nas principais economias do mundo, respaldado por um crescimento próximo do potencial e pela convergência da inflação para as respectivas metas. No cenário doméstico, a percepção predominante era de que não haveria vetores adicionais de volatilidade além dos níveis usuais de mercado, exceto pelo período eleitoral. Mas essa relativa tranquilidade foi bruscamente substituída por um ambiente de maior volatilidade e aversão a risco após o conflito no Oriente Médio.

Tanto para a sociedade civil quanto para os mercados, a intensidade e a duração do conflito são as variáveis que definem seu dano potencial. Mas também são onde residem as incertezas. Existe uma máxima que diz que todo mundo sabe como começa uma guerra, mas ninguém sabe como ela termina. A guerra atual se encaixa perfeitamente nesse conceito.

A ofensiva militar de Israel e dos Estados Unidos ao Irã no final de fevereiro começou com as dúvidas inerentes a qualquer guerra, mas a incerteza escalou tanto pela complexidade do sistema de poder iraniano, com uma resiliência capaz de manter o conflito por mais tempo do que o estimado, quanto por um erro de avaliação dos Estados Unidos, ao travar um conflito em uma região importante para o fluxo global de petróleo e outras commodities energéticas. Do dia para a noite, o Irã conquistou um enorme poder de barganha ao controlar o Estreito de Ormuz, conquistando uma posição privilegiada nas tratativas de negociação, o que explica o prolongamento do conflito, a despeito da superioridade bélica dos Estados Unidos.

Para os mercados, a interrupção no fluxo de comércio de commodities energéticas teve efeito imediato na inflação de curto prazo e nas suas projeções futuras, em um cenário de riscos inflacionários já latentes pela desglobalização e pela militarização em curso, mas também pela política de tarifas iniciada pelos Estados Unidos no ano anterior. A precificação de política monetária global migrou de queda para alta de juros no curto prazo, e a incerteza se encarregou em manter os níveis de juros elevados por um período maior. No início do ano, o mercado estava dividido entre um e três cortes de 0,25% nos Estados Unidos, enquanto na Zona do Euro a expectativa majoritária era de estabilidade em 2026. No final de maio, a curva de juros norte-americana apontava 55% de probabilidade de manutenção dos juros, e 36% de uma alta de 0,25% em 2026. Na Zona do Euro, o mercado precificava duas altas de 0,25% no ano.



NTN-B acima de 8% ao ano, o que fazer?

No Brasil, havia forte expectativa para que o Banco Central iniciasse o ciclo de corte de juros, e de fato esse movimento começou menos de um mês após o início do conflito, mas já impactado, em magnitude, por esse novo contexto. No início do ano, o mercado precificava a Selic em 13% no final do ano, enquanto o Relatório Focus projetava uma taxa terminal ainda mais baixa, de 12%. No final de maio, essas projeções eram de 14% e 13,50%, respectivamente. Essa mudança de expectativas vem se materializando nos movimentos do Banco Central. O esperado primeiro corte de 0,50% deu lugar a uma redução de 0,25% em março, que foi repetida na reunião de abril e, conforme as estimativas demonstradas acima, o ciclo pode terminar com uma última redução de 0,25% em junho. Para além de antecipar a interrupção do atual ciclo de queda, o mercado projeta, também, a manutenção dos juros elevados por um longo período, o conhecido *higher for longer*, no jargão do mercado. O efeito dessa alta nas taxas de juros sobre a economia e a sustentabilidade da dívida do país acabam por engatilhar mais altas nas taxas futuras, em um movimento que acaba por ser, simultaneamente, causa e consequência.

A efetiva manutenção dos juros elevados por um longo período contrata um aumento no custo da dívida pública, o que levaria a uma explosão da relação dívida/PIB, que já vem crescendo ininterruptamente nos últimos períodos, criando uma adversidade para que o país alcance taxas de crescimento maiores de forma sustentada. Dessa forma, não é crível pensar na manutenção da taxa de juros em níveis tão elevados pelo longo prazo. É razoável estimar que algum ajuste será feito, seja por disciplina fiscal, ou ainda por uma inflação elevada.

É natural reconhecer que o cenário de fato piorou, em certa medida por fatores circunstanciais, ainda que dramáticos, como a guerra. Ainda assim, para o gestor, o ponto central é avaliar em que medida esse novo contexto tornou o balanço de riscos mais ou menos atrativo, se a precificação dos ativos ficou mais ou menos favorável e se as perspectivas de longo prazo de fato mudaram ou não. Em momentos de aversão a risco como o atual, essas avaliações podem revelar oportunidades para capturar taxas atrativas, aderentes ao perfil e ao prazo do plano. Como o conflito geopolítico segue em aberto, a volatilidade e a incerteza permanecem no mercado. É exatamente nesse ponto que a disciplina no processo de gestão torna-se um diferencial. Outros fatores também apontam para um cenário econômico de longo prazo mais desafiador, como um ciclo de expansão fiscal em várias partes do mundo, a redução da integração entre os mercados e até questões climáticas e demográficas, que podem levar a perdas de eficiência econômica e à necessidade de maior prêmio de risco. Ainda assim, nossa avaliação é de que o estresse das perspectivas econômicas tem sido acompanhado por um estresse ainda maior nos preços dos ativos, o que pode tornar a relação risco-retorno mais favorável em determinados momentos. É justamente nesse contexto que gestores com visão de longo prazo e passivo controlado podem capturar ajustes de mercado e montar posições estruturalmente aderentes ao objetivo previdenciário. A FAPES tem buscado fazer isso por meio da aquisição de títulos públicos indexados à inflação (NTN-Bs) em taxas historicamente elevadas, mas também compatíveis com o perfil e o horizonte dos planos.

A posição em NTN-Bs pode ser adequada para a gestão previdenciária tanto em um cenário mais favorável, quanto em um cenário mais desafiador. Isso porque, nos níveis atuais, esses títulos permitem contratar um carregamento muito elevado, acima dos padrões históricos e aderente ao objetivo de longo prazo dos planos. Em um cenário mais positivo, uma eventual reversão no ciclo global de elevação das taxas neutras e, no caso brasileiro, uma melhora na percepção sobre as perspectivas fiscais, podem levar à redução das taxas de juros de longo prazo. Se isso ocorrer, além do já relevante carregamento contratado, haverá potencial para ganhos adicionais expressivos com a valorização dos títulos.

Mesmo em um cenário mais pessimista, de materialização das preocupações do mercado com o quadro fiscal, a alocação em NTN-Bs continua a fazer sentido. Nessa hipótese, em que parte do ajuste pode se dar por meio de inflação mais elevada e prêmios de risco maiores, a NTN-B segue sendo um veículo particularmente adequado para a gestão previdenciária, por preservar o valor real do investimento e ainda oferecer uma taxa de juros adicional acima da inflação. Em outras palavras, trata-se de um instrumento que combina proteção inflacionária com uma remuneração real contratada em patamares bastante atrativos.

No tópico a seguir, analisamos o nível atual das taxas das NTN-Bs, bem como a margem de segurança que esses patamares oferecem para a realização e a manutenção de investimentos em NTN-Bs longas.



NTN-B com juro real acima de 8%: oportunidade com elevada margem de segurança

O nível atual da taxa indicativa do IMA-B¹, de 8,43% a.a. em 05/06/2026, merece ser analisado em perspectiva histórica. Desde o início da série disponível², em março de 2017, este patamar se encontra entre os mais elevados de todo o período observado. O pico da amostra foi registrado em 19/07/2022³, a 8,95% a.a.

Mais importante do que a proximidade do parâmetro máximo histórico é a raridade estatística desse patamar. Ao longo de toda a série desde 2017, o IMA-B permaneceu acima do nível atual em 13 pregões, o que equivale a menos de 1% do tempo da amostra. Em termos analíticos, isso significa que o mercado doméstico voltou a precificar juros reais em um intervalo historicamente extremo, observado apenas em episódios nos quais a percepção de risco soberano, a incerteza quanto ao regime macroeconômico e a exigência de prêmio para alongamento de *duration* se encontravam substancialmente pressionadas.

¹IMA-B é um índice calculado pela ANBIMA que representa o desempenho de uma carteira teórica de títulos públicos federais indexados ao IPCA (NTN-Bs), marcados a mercado.

²Disponibilidade divulgada pela ANBIMA.

³O pico histórico atingido em julho de 2022 ocorreu em ambiente macroeconômico caracterizado por inflação elevada e disseminada, com o IPCA acumulado em 12 meses atingindo 11,89% em junho daquele ano. Conforme registrado em ata do Copom e no Relatório de Inflação, o Banco Central reconhecia que o ambiente inflacionário apresentava sinais de desancoragem das expectativas, era adverso e demandava a manutenção da política monetária em território significativamente contracionista, em um contexto no qual as projeções indicavam inflação próxima de 8,5% para o ano de 2022, mesmo diante do já avançado ciclo de aperto. No cenário global, prevaleciam choques externos relevantes, associados à elevação dos preços de commodities, em especial energia e alimentos, intensificada pela guerra entre Rússia e Ucrânia, bem como maior volatilidade financeira internacional e aumento da aversão a risco. Adicionalmente, persistiam restrições nas cadeias globais de suprimento, incluindo os efeitos das medidas ainda vigentes de combate à Covid-19 na China. Nesse contexto, a combinação de inflação corrente elevada, expectativas pressionadas e riscos fiscais contribuiu para a ampliação dos prêmios na curva de juros reais, resultando em níveis excepcionalmente elevados das taxas implícitas nos títulos públicos indexados à inflação.

No curto prazo, essa volatilidade reflete principalmente a combinação entre incerteza fiscal, sensibilidade da curva de juros ao comportamento da inflação e da política monetária, além do ambiente global mais instável, fatores que afetam com intensidade os títulos públicos indexados ao IPCA por conta de sua *duration* mais longa e de sua maior sensibilidade a mudanças na taxa real exigida pelo mercado. Há, contudo, um componente técnico relevante, por vezes com impacto expressivo sobre as cotações, associado à própria estrutura de liquidez do mercado em momentos de estresse. Nessas circunstâncias, a combinação entre oferta urgente, redução da discricionariedade dos vendedores (que por vezes são compelidos a “*stoppar* posições”) e capacidade limitada de absorção por parte da demanda, tende a produzir uma assimetria temporária de preços, em que movimentos de venda forçada encontram uma “porta de saída” estreita acabam gerando deslocamentos mais intensos do que aqueles estritamente justificados pelos fundamentos. Ainda assim, do ponto de vista do investidor previdenciário, é justamente em momentos como este que a classe passa a oferecer pontos de entrada estruturalmente mais atrativos, com potencial de retorno real mais elevado no horizonte mais longo.

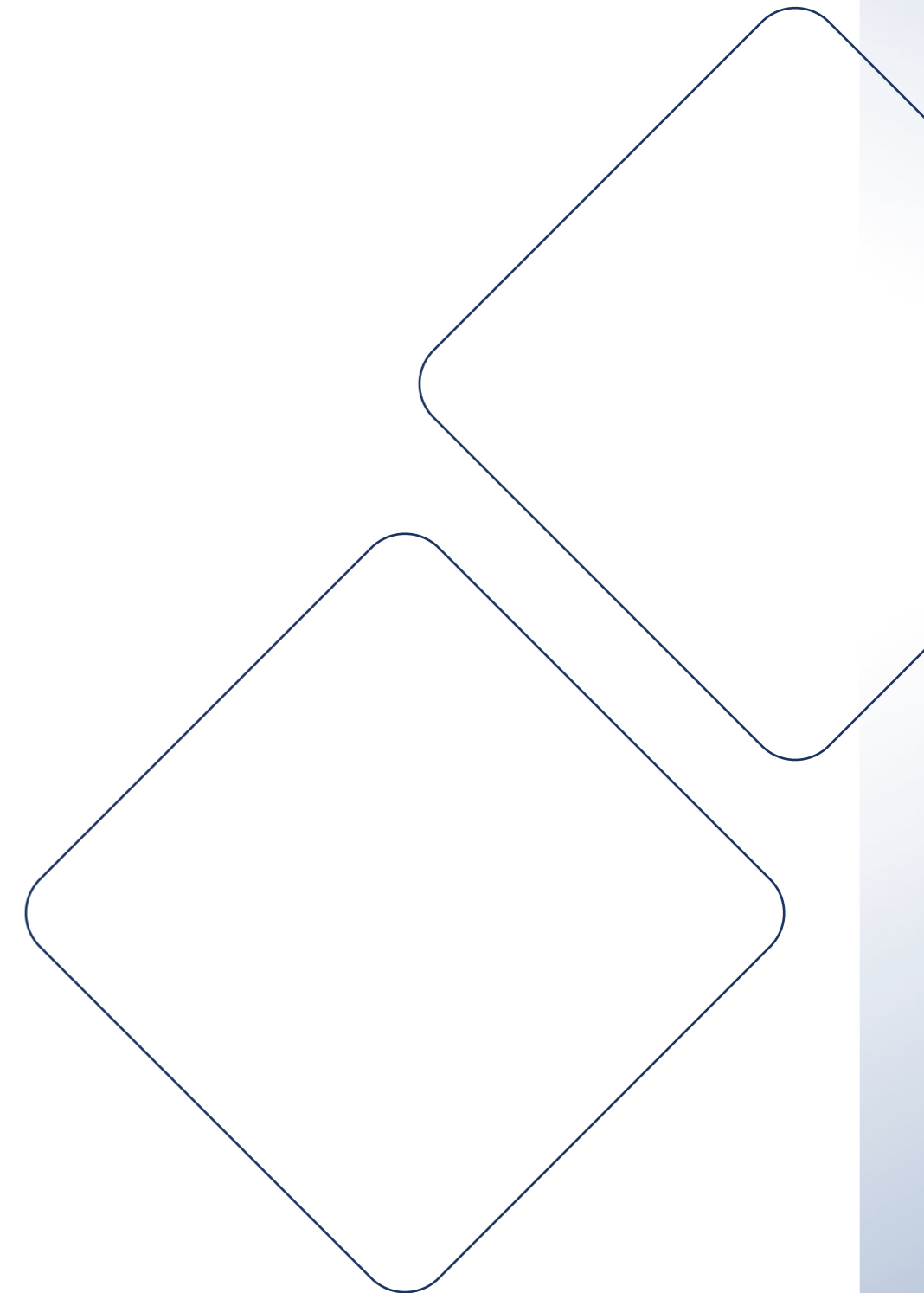
A perspectiva para o curto prazo ainda sugere manutenção da volatilidade. Ainda assim, a análise de carregamento e de reinvestimento dos cupons mostra que o investimento em NTN-Bs segue apresentando margem relevante de segurança para a entrega de retorno compatível com a meta de rentabilidade de IPCA + 6% ao ano, em termos líquidos, no horizonte de cinco anos estabelecido para o Perfil Diversificado do Plano Básico de Contribuição Definida -PBCD. O mesmo racional pode ser aplicado ao PBB, que adota meta atuarial de 6% ao ano, bem como ao Perfil Juro Real, cuja proposta é acompanhar o IMA-B. Em outras palavras, o nível atual de taxa real não precisa sequer ser integralmente preservado ao longo de todo o período para que o investimento siga aderente à meta previdenciária. Mesmo em cenários de abertura adicional das taxas médias refletidas no IMA-B, seguimos confortáveis com a manutenção da posição. Mais do que conforto, contudo, o exercício a seguir reforça nossa convicção quanto à adequação estratégica dessa exposição, entendimento que se estende também ao Perfil Moderado e ao Perfil FAPES, ambos em vias de lançamento pós migração no Plano PBB-CD.



NTN-B com juro real acima de 8%: oportunidade com elevada margem de segurança

Sob a ótica de um portfólio já investido em NTN-B e mercado a mercado, nossas simulações indicam que, a partir da data-base de 05/06/2026, as taxas reais do IMA-B ainda poderiam abrir cerca de 170 pontos base e, mesmo assim, a carteira continuaria capaz de entregar IPCA + 6% líquido. Esse ponto merece destaque: para um portfólio já alocado em NTN-Bs e mercado a mercado, o risco de frustração de rentabilidade se materializa quando as taxas reais se elevam, isto é, quando há abertura adicional da curva, com conseqüente impacto negativo sobre os preços dos títulos. Foi precisamente essa hipótese que submetemos a teste nas simulações, chegando à conclusão de que a margem de segurança permanece preservada mesmo em um cenário em que as taxas implícitas avancem para patamar superior a IPCA + 10% ao ano, hipótese que, à luz das condições correntes, não nos parece crível. Esse resultado é particularmente relevante porque demonstra que o carregamento atual, somado ao efeito dos cupons reinvestidos, oferece um colchão importante contra oscilações adicionais de mercado. Em termos práticos, isso significa que, mesmo diante de um cenário adverso de reprecificação, a tese de investimento permanece resiliente.

A principal implicação desses exercícios é que o retorno esperado das NTN-Bs não deve ser avaliado apenas pela oscilação de curto prazo da marcação a mercado, mas principalmente pelo conjunto formado por taxa contratada, carregamento do título, fluxo de cupons e horizonte de investimento. Para investidores com perfil previdenciário, esse conjunto tende a suavizar a relevância do ruído e reforçar a atratividade estrutural do ativo. Assim, o momento atual de maior volatilidade não altera a nossa convicção de que as NTN-Bs seguem sendo um instrumento sólido para capturar retorno real de longo prazo e compatível com os objetivos dos planos.



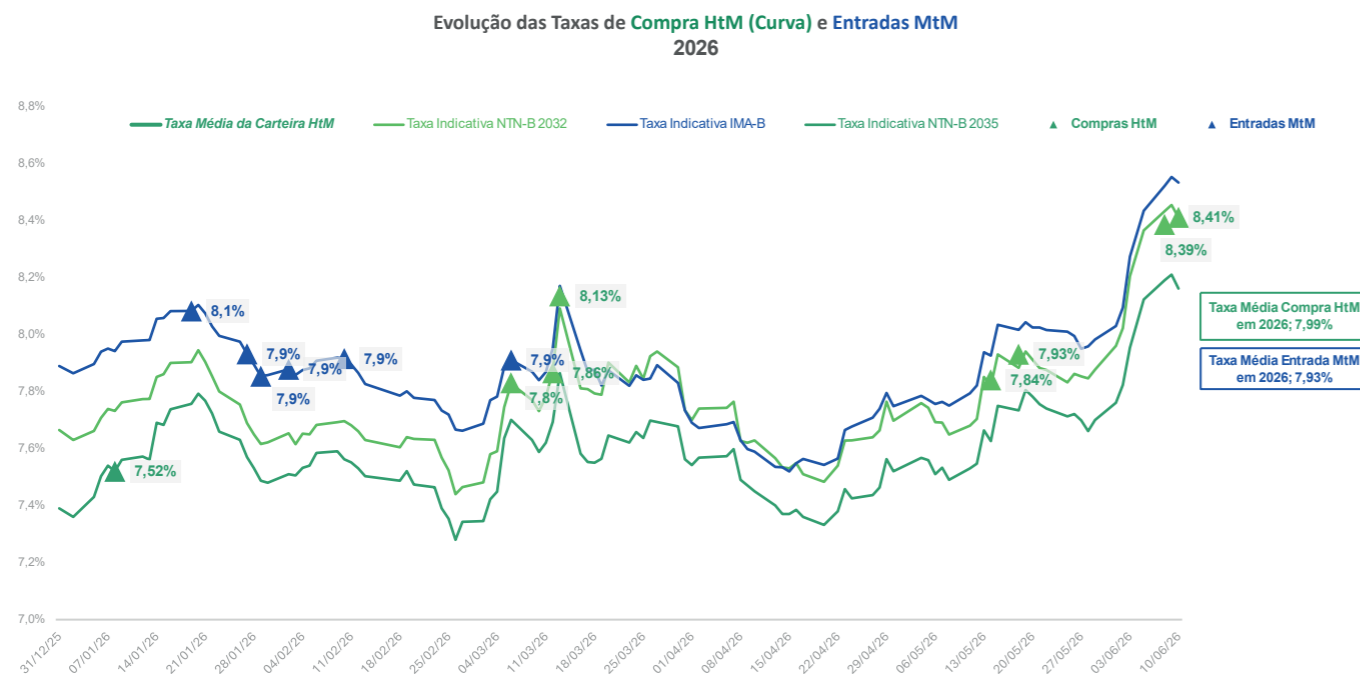


Como essa convicção tem se traduzido em posicionamento dos planos geridos pela FAPES?

Plano Básico de Benefícios – PBB

A FAPES vem imunizando o seu passivo através da alocação em títulos públicos adquiridos a taxas elevadas, bastante superiores à taxa atuarial requerida, de IPCA + 6,0%. O perfil de longo prazo do PBB permite que esses títulos sejam mantidos na carteira até o seu vencimento, materializando essa rentabilidade histórica em ganhos para o participante, enquanto o risco soberano do ativo traz a segurança necessária para investimentos em horizontes mais extensos.

No gráfico a seguir, podemos observar as aquisições de NTN-B, ao longo de 2026, que envolveram compras com marcação na curva (linha verde) e compras com marcação a mercado (linha azul).



Conforme evidenciado no gráfico, tais movimentações na carteira do PBB não são realizadas no “piloto automático”, mas sim a partir de avaliações criteriosas do cenário macroeconômico doméstico e externo e das condições de mercado. A título de evidência, o gráfico acima ilustra um período em que a taxa média do IMA-B foi de 7,88% ao ano, enquanto a taxa média de aquisição de títulos marcados na curva pelo PBB foi de 7,99% ao ano. Para além disso, como a posição foi montada ao longo do tempo, os recursos que ainda não haviam sido alocados em NTN-Bs permaneceram temporariamente em caixa, com remuneração ainda mais atrativa, em linha com o CDI/Selic. Em um contexto em que o custo de oportunidade permanece elevado, com a taxa Selic rendendo em níveis próximos de IPCA + 10% e sem perspectiva de queda expressiva no curto prazo, a estratégia tem sido buscar otimizar o momento de execução. Assim, ao mesmo tempo em que não renunciamos à possibilidade de capturar essa janela histórica de títulos públicos atrelados à inflação, alinhados ao nosso passivo, em patamares vantajosos, também estamos sendo bem remunerados para esperar e realizar aquisições cirúrgicas em momentos mais agudos de mercado. Essa estratégia vem sendo implementada desde 2023 e foi justamente o que propiciou a montagem da carteira imunizada em patamar que hoje nos dá conforto quanto à solvência do plano. Seguindo o jargão, “devagar que eu tenho pressa”, aceleramos nos momentos adequados e pausamos quando conveniente.



Como essa convicção tem se traduzido em posicionamento dos planos geridos pela FAPES?

Plano de Contribuição Definida – PBCD*

O Perfil Diversificado é o que chamamos de perfil de retorno absoluto, isto é, um perfil com meta explícita de rentabilidade no longo prazo, atualmente estipulada em IPCA + 6% ao ano em horizonte de cinco anos. Dada essa natureza de alinhamento com uma meta de IPCA +, é natural que uma parcela expressiva do portfólio esteja exposta a NTN-Bs em momentos em que as taxas reais se encontram acima desse patamar. Nesse sentido, temos mantido, desde o lançamento do perfil, em jan/25, exposição entre 27% e 59% em Renda Fixa IPCA de longo prazo, entre NTN-Bs, ETFs e fundos com alta correlação com o IMA-B. Ao mesmo tempo, diante da oferta também bastante atrativa de juros reais no curto prazo, a segunda maior exposição do perfil tem sido em CDI, em aproximadamente 15% ao longo do período. Com isso, buscamos garantir uma expectativa de retorno inequivocamente superior ao target do perfil e, ao mesmo tempo, suavizar parte da volatilidade por meio da parcela alocada em CDI. O momento de mercado, na verdade, reforça nossa convicção e pode até trazer conforto ao participante em fase de acumulação, por permitir novos investimentos em níveis mais do que atrativos. Ainda assim, no curto prazo, o resultado pode ser impactado pela volatilidade típica da marcação a mercado, razão pela qual esse perfil é mais aderente a participantes com horizonte de investimento mais longo e maior tolerância a oscilações.

Conclusão

Em síntese, entendemos que o momento atual, embora marcado por volatilidade e incerteza, também representa uma oportunidade relevante para investidores com horizonte de longo prazo, como é o caso dos planos previdenciários. Nossa convicção em relação à manutenção e à captura de exposição em NTN-Bs longas está lastreada em fundamentos sólidos, na atratividade histórica das taxas reais atualmente disponíveis e na aderência desse instrumento aos objetivos previdenciários dos planos. Mais do que reagir ao ruído de curto prazo, nossa atuação tem sido pautada por metodologia, disciplina e visão estratégica, buscando capturar oportunidades de forma criteriosa e construir, ao longo do tempo, condições consistentes para a geração de valor aos participantes, que é o que efetivamente importa em uma estratégia previdenciária.

*A tese apresentada é aplicável a todos os Planos de Contribuição Definida da FAPES, sendo que, a título de ilustração, utilizamos os números do PBCD.

