

## RANKING DE FUNDOS DE AÇÕES SEGUNDO TRIMESTRE DE 2004

Antonio Zoratto Sanvicente  
Ibmec Educacional  
16 de julho de 2004

### I. Introdução

Este relatório apresenta os resultados da análise do desempenho de 351 fundos de ações durante o segundo trimestre de 2004. Este relatório abrange fundos possuidores de patrimônio líquido superior a R\$1 milhão em 30 de junho de 2004.

Além disso, são considerados, para fins de inclusão neste relatório, os fundos de ações pertencentes às seguintes classes, instituídas pela ANBID:

Código	Descrição	Incluídos no Relatório
ACFEC	Fechados	15
ENE	Setoriais - Energia	4
IBOA	Ibovespa Ativos	90
IBOAA	Ibovespa Ativos com Alavancagem	50
IBOI	Ibovespa Indexados	35
IBXA	IBX Ativos	41
IBXAA	IBX Ativos com Alavancagem	4
IBXI	IBX Indexados	8
OUT	Outros	73
OUTA	Outros com Alavancagem	23
TEL	Setoriais - Telecomunicações	8

No presente relatório, o desempenho das carteiras administradas é avaliado a partir da rentabilidade diária média, sendo ajustada tanto por sua própria volatilidade, quanto pela exposição ao risco de mercado, subtraída a taxa de rendimento da caderneta de poupança como *proxy* de ativo livre de risco.

Os resultados referentes a cada um dos fundos, segundo os diversos indicadores utilizados, podem ser encontrados nas Tabelas 1-3, ao final deste relatório.

Para referência futura, a tabela a seguir mostra o desempenho dos principais indicadores de mercado.

Indicador/ativo	Varição no trimestre
Dólar Ptax de venda	6,84%
Índice Bovespa	-4,49%
CDI Over acumulado	3,67%
Caderneta de poupança (acumulado)	1,93%
IGP – DI	3,95%

## II. Dados utilizados

Foram usadas 61 observações de rentabilidades diárias, apuradas com base nos valores de cotas divulgados pela Associação Nacional de Bancos de Investimento e Desenvolvimento (ANBID).

## III. Indicadores gerais de desempenho: Tabela 1

O leitor deste relatório poderá encontrar, na Tabela 1, as seguintes informações:

- Nome do fundo.
- Administrador do fundo.
- Prêmio: média de diferenças entre a variação diária do valor da cota de cada fundo e o rendimento diário proporcional da caderneta de poupança que aniversaria no dia correspondente ao do cálculo; este dado representa, portanto, o excedente diário de rentabilidade em relação ao rendimento do ativo usado como instrumento sem risco.
- Volatilidade: desvio-padrão da série diária de diferenças entre rentabilidade do fundo e rendimento proporcional da caderneta de poupança.
- Alfa: coeficiente de habilidade de seleção de ativos incorretamente avaliados pelo mercado.
- Beta: coeficiente de risco de mercado de cada carteira durante o período analisado, em relação ao Índice Bovespa médio.
- Gama: coeficiente de habilidade de *market timing* durante o período analisado.
- Índice de Sharpe: quociente entre prêmio e volatilidade, indicando o quanto foi obtido de rentabilidade, acima da taxa livre de risco, por unidade de risco total da carteira.
- Índice de Modigliani: rentabilidade média ajustada pelo risco total da carteira no período. Este indicador mede a distância entre a combinação efetiva de risco total e retorno médio de cada fundo, no período, e a chamada *capital market line*.

Os coeficientes alfa, beta e gama são estimados pelo método da curva característica, ou seja, por regressão linear múltipla, ajustada por correlação de primeira ordem dos resíduos. Os resultados gerais são comentados no item IV, mais adiante. O indicador de Modigliani é discutido no item V deste relatório. No item VI, são fornecidos e comentados alguns resultados a respeito da valorização das cotas e da captação líquida pelos fundos analisados (ver Tabela 3).

Neste relatório, não são apresentados os valores dos Índices de Sharpe quando o prêmio médio obtido é negativo.

Como pode ser visto na Tabela 1, apenas 19 dos 351 fundos analisados conseguiram obter rentabilidade diária média pelo menos igual ao rendimento diário proporcional do ativo sem risco durante todo o trimestre. Isso equivale a pouco mais de 5% da totalidade dos fundos analisados.

Conforme indica a Tabela 1, durante o segundo trimestre de 2004 a média dos prêmios diários dos fundos de ações analisados foi de  $-0,1186\%$ , sendo a volatilidade média igual a  $1,6683\%$  ao dia. No caso do Índice Bovespa, o prêmio diário médio alcançou o valor de  $-0,0708\%$ , superior ao da média dos fundos, e a sua volatilidade foi de  $1,8833\%$  ao dia, um pouco mais elevada que a observada no caso do setor de fundos de ações como um todo.

#### IV. Indicadores de desempenho ajustado pelo risco de mercado

De acordo com a metodologia empregada, o desempenho superior, normal ou inferior de uma carteira pode ser atribuído a três fatores, que resultam da política de investimento adotada pelo administrador: (1) risco de mercado, (2) seleção de ativos que julga estarem incorretamente avaliados pelo mercado, e (3) *market timing*, isto é, a montagem e a revisão da composição de carteiras para tirar proveito de expectativas de alta ou baixa do mercado como um todo.

Para que sejam levados em conta os três fatores acima mencionados, utilizamos o método da *curva característica*, o que permite quantificar a contribuição de cada fator à rentabilidade da carteira, acima do ativo livre de risco.

##### 1. Risco das carteiras (beta)

Como se pode observar na Tabela 1, na coluna apropriada, os 351 fundos analisados apresentaram um nível médio de risco de mercado igual a  $0,8321$ , contra  $0,8351$  no primeiro trimestre do ano, o que indica uma alteração muito pequena da quantidade de risco de mercado na média das carteiras dos fundos.

Como o coeficiente beta do Ibovespa é igual a um, nota-se na Tabela 1 que apenas 95 fundos apresentaram risco superior ao da carteira de mercado. O fundo mais agressivo no trimestre foi HSBC SETORIAL AÇÕES ATIVO (beta igual a  $1,1519$ ), como já ocorrera no trimestre anterior. Apesar da palavra “setorial” em seu nome, o fundo em questão está classificado na categoria OUTROS.

##### 2. Indicador de seleção de ativos (alfa)

A Tabela 1 apresenta, na coluna “Alfa”, a medida da contribuição do esforço de análise de ativos individuais ao desempenho de cada carteira. Em média, os 351 fundos obtiveram desempenho positivo neste aspecto ( $0,0195\%$ ), embora o resultado seja diminuto. O fundo de melhor desempenho, neste aspecto, foi FIA BELLS ( $0,4760\%$  ao dia).

### 3. Indicador de *market timing* (gama)

Ainda na Tabela 1, em sua última coluna (Gama), encontramos os resultados obtidos para o coeficiente que mede a habilidade de *market timing* do administrador de cada fundo.

Como pode ser observado, o valor médio do coeficiente gama estimado foi negativo no segundo trimestre de 2004 (-0,7604), contra -0,0250 no trimestre anterior. Sem dúvida, essa piora tendeu a prejudicar o desempenho geral dos fundos deste setor. Entretanto, o resultado negativo neste indicador é típico, e tem se repetido em todos períodos analisados neste ranking.

Dentre os 351 fundos analisados, destacou-se o fundo BANESPA FIA SABESP, em termos de *market timing*, com resultado igual a 5,2807. Cerca de 41% dos fundos obtiveram resultado positivo neste indicador, contra 63% no trimestre anterior.

### V. Indicador de rentabilidade extraordinária: Tabela 2

Na Tabela 2, fornecemos o resultado, em ordem decrescente, do Índice de Modigliani calculado para cada um dos fundos analisados.

O Índice de Modigliani, como foi dito acima, mede a distância entre a combinação de risco total (volatilidade) e retorno diário médio de cada carteira, e a *capital market line*, construída com os dados (média e desvio-padrão) do ativo livre de risco e do ativo que representa a carteira de mercado (neste caso, o Índice Bovespa).

Na segunda coluna, vemos, sob a rubrica “XM”, a proporção entre a volatilidade da carteira de cada fundo e a do Ibovespa durante o período analisado. Funciona como uma indicação da exposição ao risco total da carteira de mercado, ou seja, o quanto o fundo está exposto ao risco total (diversificável e não diversificável) da carteira de mercado. Observa-se que o valor de XM, para alguns fundos, é até superior a 100%, o que resulta de apresentarem uma carteira com maior volatilidade do que a do próprio Ibovespa.

Assim sendo, no Índice de Modigliani determina-se a rentabilidade média que teria sido obtida por carteira que aplicasse essa mesma proporção XM no Ibovespa, e  $(100 - XM)$  em caderneta de poupança. Isto determina um ponto que pertence à *capital market line*.

A diferença entre esse ponto e a combinação efetivamente observada para um dado fundo indica a distância à qual esse fundo ficou da reta. Se a diferença for negativa, isso indicará que ficou abaixo da reta, obtendo, portanto, desempenho inferior; se for positiva, que ficou acima da reta e terá tido desempenho superior.

Em média, XM foi igual a 88,59%. Como se vê ainda na Tabela 2, apenas 58 dos 351 fundos analisados (ou seja, ligeiramente mais de 15%) obtiveram resultado positivo neste indicador. Para o conjunto dos 351 fundos, o desempenho médio foi negativo (-0,0371% ao dia, contra um desempenho médio positivo de 0,0132% ao dia no primeiro trimestre do ano), e o fundo classificado em primeiro lugar foi POLO HG FITVM (0,2278% ao dia). Nota-se ainda que os melhores fundos, neste

indicador, foram aqueles que se expuseram menos ao risco do índice de mercado, apresentando valores de XM relativamente baixos.

VI. Estatísticas de valorização de cota e captação líquida: Tabela 3

Finalmente, o desempenho individual dos vários fundos do setor, bem como do setor como um todo, é descrito em termos de rentabilidade não ajustada por risco (valorização da cota) e fluxo líquido de recursos, ou seja, por estimativas de captação líquida.

A Tabela 3 fornece, assim, três tipos de informação: (1) a classe à qual pertence o fundo, (2) a valorização da cota de cada fundo do final do primeiro trimestre ao final do segundo trimestre de 2004, e (3) a variação do patrimônio líquido em milhares de Reais, levando em conta a variação do valor da cota, ou seja, a sua “captação líquida”.

Na coluna de Valorização da Cota vemos que os 351 fundos tiveram, em média, valorização negativa (-4,92%), sendo batidos pelo Ibovespa, que perdeu 4,49% no período.

Em particular, destacou-se o fundo POLO HG FITVM como o de maior rentabilidade não ajustada por risco (10,03%). Nota-se, além disso, que somente 32 dos 351 fundos apresentaram rentabilidade positiva, ou seja, menos de 10% do conjunto analisado.

Finalmente, a coluna “Captação líquida (R\$Mil)” revela que o setor teve no segundo trimestre uma perda líquida de aplicações de quase R\$ 1,3 bilhão, juntando-se à perda de aproximadamente 155,3 milhões de Reais no primeiro trimestre de 2004.