

RANKING DE FUNDOS REFERENCIADOS A CÂMBIO SEGUNDO TRIMESTRE DE 2004

Antonio Zoratto Sanvicente
Ibmec Educacional
4 de agosto de 2004

I. Introdução

Este relatório apresenta os resultados da análise do desempenho de 72 fundos referenciados a câmbio durante o segundo trimestre do ano de 2004. Este relatório abrange fundos possuidores de patrimônio líquido superior a R\$1 milhão em 30 de junho de 2004.

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 segundo trimestre de 2004
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.
- BetaUS: coeficiente beta da carteira em relação à variação do valor em reais do dólar americano, com base na evolução da taxa de câmbio comercial de venda (Ptax).
- BetaIBOV: coeficiente beta da carteira em relação à variação do valor da carteira do Ibovespa.
- BetaCDI: coeficiente beta da carteira em relação à variação diária de um índice representando a acumulação de rendimentos baseados na taxa de CDI.
- 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*.

Como pode ser visto na Tabela 1, todos os 72 fundos analisados conseguiram obter rentabilidade diária média pelo menos igual ao rendimento diário proporcional do ativo sem risco durante o trimestre.

A Tabela 1 indica que, durante o segundo trimestre de 2004, a média dos prêmios diários dos fundos cambiais analisados foi de 0,0850%, com volatilidade média igual a 0,9431% ao dia. A variação diária da taxa de câmbio comercial, a título de comparação, apresentou um prêmio médio de 0,0900% ao dia e a volatilidade diária da taxa de câmbio foi de 0,7561%. Deste ponto de vista, portanto, os fundos cambiais, como um todo, conseguiram desempenho inferior ao de seu principal *benchmark*, pois seu prêmio diário foi menor, acompanhado de uma volatilidade maior do que a da própria taxa de câmbio.

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 dois fatores, que resultam da política de investimento adotada pelo administrador: (1) risco de mercado e (2) seleção de ativos que julga estarem incorretamente avaliados pelo mercado.

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

No caso de fundos cambiais, levamos em conta a possibilidade de que a variação da taxa de câmbio não seja o único fator de risco de mercado relevante, incluindo também medidas de exposição ao risco de mercado de ações e ao risco de variação da taxa de juros. Portanto, nossa metodologia utiliza um modelo de três fatores de risco.

1. Risco das carteiras (beta)

Como se pode observar na Tabela 1, na coluna apropriada, os 72 fundos analisados apresentaram betas médios de 0,7591, -0,0509 e -8,0364, em relação aos indicadores câmbio, Ibovespa e CDI, respectivamente. Em grande maioria, porém, somente os betas em relação à variação da taxa de câmbio são estatisticamente significantes (no caso de CDI, somente cinco dos 72 betas calculados são significativos no nível de 5%).

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 72 fundos obtiveram desempenho positivo neste aspecto (0,3058%), mas para somente cinco dos fundos o resultado é estatisticamente significativo.

IV. 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 50,08%. Como se vê ainda na Tabela 2, todos os 72 fundos analisados obtiveram resultado positivo neste indicador, e o conjunto dos 72 fundos apresentou desempenho positivo (0,1311% ao dia). O fundo que se classificou em primeiro lugar foi o FUNDO BJ CAMBIAL FIF (0,1930% ao dia).

V. 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, dois tipos de informação: (1) a valorização da cota de cada fundo do final do primeiro trimestre ao final do segundo trimestre de 2004, e (2) 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 72 fundos tiveram, em média, um ganho de 6,11%, contra a alta de 6,84% no caso da taxa de câmbio.

O fundo que mais rendeu no período foi o FUNDO BJ CAMBIAL FIF (10,45%).

Finalmente, a coluna “Captação líquida (R\$Mil)” revela que o setor teve uma perda líquida de aproximadamente 420,5 milhões de Reais.