

Análise de risco/retorno da seleção de gestores de fundos ativos



Hong Xie
Diretora Sênior, Global Research & Design
S&P Dow Jones Indices

Este artigo foi publicado originalmente no [blog Indexology[®] no dia 29 de maio de 2019](#).

Apesar de aparentemente haver mais pesquisa em previsões econômicas e análise do mercado do que na seleção de gestores, esta última é tão desafiadora quanto realizar um investimento diretamente e requer um nível considerável de experiência e conhecimento. Neste artigo, analisamos a distribuição de retornos dos fundos de renda fixa e variável, a fim de salientar a dificuldade de escolher com sucesso gestores ativos que tenham desempenho superior ao mercado. Especificamente, realizamos análises de risco/retorno calculando a relação entre a mediana de excesso positivo nos retornos com a mediana de excesso negativo nos retornos. Esta relação fornece uma comparação intuitiva entre a magnitude dos ganhos e perdas decorrentes da seleção de gestores com desempenho superior ou inferior ao seu benchmark. Mantendo as demais condições, a crença comum indica que uma relação igual ou superior a dois é desejável.

Para a nossa análise, utilizamos os dados subjacentes do nosso [Scorecard SPIVA dos EUA](#), que usa a Survivorship-Bias-Free US Mutual Fund Database do Centro de Pesquisa de Preços de Títulos (CRSP) da Universidade de Chicago, a única base de dados que inclui tanto fundos mútuos que estão ativos quanto aqueles que foram liquidados ou fundidos. A nossa análise esteve focada na distribuição de retornos dos fundos e, portanto, excluiu os fundos que não apresentam dados no período relatado.

As figuras 1 e 2 mostram as distribuições por categoria do excesso nos retornos de cinco e dez anos para os gestores de renda fixa e renda variável. Calculamos o excesso nos retornos como os retornos líquidos de cada fundo menos o retorno do seu índice de referência correspondente.

A seguir apresentamos as informações mais relevantes a partir dos quadros:

1. Os gestores de renda variável tiveram maiores dificuldades para ganhar do seu benchmark do que os gestores de títulos de dívida. A sombra azul indica os quartis com excesso positivo nos retornos. No caso das categorias de renda fixa, tais como os fundos com grau de investimento de curto e médio prazo, os fundos de renda global e os fundos de dívida municipal, mais da metade dos gestores teve excesso positivo nos retornos. Contrariamente, na maioria das categorias de renda variável, com exceção dos fundos de valor large cap, mesmo os gestores do primeiro quartil perderam para os seus benchmarks nos períodos de cinco e dez anos.
2. Nenhum fundo de renda variável apresentou uma relação de risco/retorno superior a um. A sombra amarela indica as relações de risco/retorno superiores a dois. Os fundos de dívida municipal da Califórnia se destacaram como a única categoria de fundos para a qual a mediana dos ganhos pela seleção de gestores com melhor desempenho dobrou a mediana das perdas da seleção de gestores

com pior desempenho nos períodos de cinco e dez anos. Em contraste, nenhum gestor de renda variável apresentou uma relação superior a um.

3. Os retornos dos fundos de renda fixa apresentaram resultados mais próximos entre si. O intervalo interquartil é uma medida de dispersão estatística, calculado como a diferença entre o primeiro e o terceiro quartil. No nosso caso, mede o alfa gerado pela metade intermédia dos gestores dentro de cada categoria de fundos. A sombra cor-de-rosa indica um intervalo interquartil superior a 2%, o qual foi mais comum nos fundos de renda variável.

Figura 1: Excesso líquido nos retornos de fundos mútuos dos EUA em cinco anos

CATEGORIA DE FUNDOS	EXCESSO NOS RETORNOS ANUALIZADO DE CINCO ANOS						
	TERCEIRO QUARTIL (%)	SEGUNDO QUARTIL (%)	PRIMEIRO QUARTIL (%)	INTERVALO INTERQUARTIL (%)	MEDIANA DO EXCESSO POSITIVO NOS RETORNOS (%)	MEDIANA DO EXCESSO NEGATIVO NOS RETORNOS (%)	RELAÇÃO RISCO/RETORNO
RENDA FIXA							
Fundos de dívida pública de curto prazo	-0,4	-0,2	0,0	0,4	0,2	-0,3	0,7
Fundos de dívida pública de médio prazo	-0,6	-0,5	0,0	0,7	0,2	-0,6	0,4
Fundos de dívida pública de longo prazo	-4,5	-4,3	-3,9	0,6	0,3	-4,3	0,1
Fundos de curto prazo com grau de investimento	-0,3	0,0	0,2	0,5	0,2	-0,3	0,8
Fundos de médio prazo com grau de investimento	-0,4	0,1	0,6	1,0	0,5	-0,5	0,9
Fundos de longo prazo com grau de investimento	-3,2	-2,7	-2,4	0,9	0,2	-2,7	0,1
Fundos de títulos hipotecários	-0,8	-0,4	-0,1	0,7	0,4	-0,5	0,7
Fundos <i>high-yield</i>	-1,6	-1,0	-0,6	1,0	0,2	-1,0	0,2
Fundos de renda global	-0,5	0,1	0,9	1,4	0,8	-0,6	1,3
Fundos de dívida de mercados emergentes	-3,1	-1,5	-1,0	2,1	0,2	-1,5	0,1
Fundos de empréstimos	-0,3	0,0	0,3	0,6	0,3	-0,3	1,2
Fundos de dívida municipal	-0,5	0,1	0,7	1,2	0,5	-0,7	0,8
Fundos de dívida municipal da Califórnia	0,0	0,3	0,9	0,8	0,6	-0,3	2,2
Fundos de dívida municipal de Nova York	-0,1	0,2	0,6	0,7	0,5	-0,2	2,0
RENDA VARIÁVEL							
Fundos large cap	-3,6	-2,0	-0,3	3,3	1,3	-2,7	0,5
Fundos mid cap	-2,8	-1,3	0,2	3,0	1,1	-2,0	0,5
Fundos small cap	-4,2	-2,6	-1,0	3,2	0,8	-3,0	0,3
Fundos multi cap	-4,6	-2,9	-1,1	3,4	1,4	-3,3	0,4
Fundos de crescimento large cap	-2,8	-1,2	-0,5	2,3	0,7	-1,7	0,4
Fundos large cap core	-3,1	-1,9	-0,7	2,4	0,6	-2,1	0,3
Fundos de valor large cap	-1,9	-1,1	0,0	2,0	0,9	-1,5	0,6
Fundos de crescimento mid cap	1,4	-0,6	0,8	2,2	1,0	-1,3	0,8
Fundos mid cap core	-3,6	-2,2	-0,7	2,9	1,4	-2,6	0,5
Fundos de valor mid cap	-2,9	-1,9	1,4	1,5	0,9	-2,1	0,4
Fundos de crescimento small cap	-3,4	-1,9	-0,9	2,5	1,7	-2,3	0,7
Fundos small cap core	-4,5	-3,0	-2,0	2,5	0,3	-3,1	0,1
Fundos de valor small cap	-4,7	-2,6	-1,6	3,0	0,3	-2,8	0,1
Fundos de crescimento multi cap	-4,3	-2,5	-0,6	3,7	0,8	-3,0	0,3
Fundos multi cap core	-5,1	-3,7	-2,0	3,1	1,0	-3,8	0,3
Fundos de valor multi cap	-2,8	-1,1	-0,5	2,3	0,5	-1,5	0,3
Fundos imobiliários	-1,8	-0,9	0,2	1,9	0,5	1,4	0,3

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, base de dados "Survivor-Bias-Free US Mutual Fund Database" do CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2018. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Figura 2. Excesso líquido nos retornos de fundos mútuos dos EUA em dez anos

CATEGORIA DE FUNDOS	EXCESSO NOS RETORNOS ANUALIZADO DE DEZ ANOS						
	TERCEIRO QUARTIL (%)	SEGUNDO QUARTIL (%)	PRIMEIRO QUARTIL (%)	INTERVALO INTERQUARTIL (%)	MEDIANA DO EXCESSO POSITIVO NOS RETORNOS (%)	MEDIANA DO EXCESSO NEGATIVO NOS RETORNOS (%)	RELAÇÃO RISCO/RETORNO
RENDA FIXA							
Fundos de dívida pública de curto prazo	-0,2	0,1	0,4	0,7	0,4	-0,2	1,7
Fundos de dívida pública de médio prazo	-0,6	-0,2	0,4	1,0	0,6	-0,5	1,2
Fundos de dívida pública de longo prazo	-2,0	-1,8	-0,7	1,4	0,5	-1,8	0,3
Fundos de curto prazo com grau de investimento	0,5	1,0	1,4	0,9	1,1	-0,3	4,4
Fundos de médio prazo com grau de investimento	0,1	1,3	2,0	1,8	1,5	-0,7	2,0
Fundos de longo prazo com grau de investimento	-2,0	-1,2	0,2	2,2	1,0	-1,7	0,6
Fundos de títulos hipotecários	-0,4	0,0	0,6	1,0	0,6	-0,5	1,2
Fundos <i>high-yield</i>	-2,5	-1,9	-1,3	1,3	0,3	-2,0	0,1
Fundos de renda global	-0,6	0,7	2,1	2,7	1,4	-1,2	1,2
Fundos de dívida de mercados emergentes	-4,9	-1,3	-0,8	4,1	0,3	-1,5	0,2
Fundos de empréstimos	-1,5	-1,3	-0,2	1,3	0,2	1,4	0,2
Fundos de dívida municipal	0,0	0,5	1,2	1,2	0,9	-1,0	0,9
Fundos de dívida municipal da Califórnia	0,1	0,7	1,2	1,1	0,9	-0,2	5,0
Fundos de dívida municipal de Nova York	-0,2	0,3	1,0	1,2	0,9	-0,3	2,8
RENDA VARIÁVEL							
Fundos large cap	-2,7	1,4	0,1	2,9	1,3	-2,1	0,6
Fundos mid cap	-2,5	-1,1	-0,2	2,4	1,0	-1,7	0,6
Fundos small cap	-2,7	-1,6	-0,1	2,6	1,2	-2,1	0,6
Fundos multi cap	-3,5	-1,6	0,0	3,5	1,2	-2,5	0,5
Fundos de crescimento large cap	-2,0	-0,9	0,2	2,3	0,8	-1,5	0,5
Fundos large cap core	-2,7	-1,5	-0,7	2,0	0,5	-1,7	0,3
Fundos de valor large cap	-1,5	-0,7	0,2	1,7	0,6	-1,1	0,6
Fundos de crescimento mid cap	-1,8	-1,1	0,0	1,8	1,0	-1,5	0,7
Fundos mid cap core	-2,8	-1,8	-0,7	2,1	0,3	-2,1	0,1
Fundos de valor mid cap	-2,2	-1,3	-0,2	2,1	0,4	-1,6	0,3
Fundos de crescimento small cap	-2,3	-1,3	0,1	2,3	0,9	-1,8	0,5
Fundos small cap core	-3,0	-2,0	-1,0	2,1	0,8	-2,2	0,4
Fundos de valor small cap	-2,1	-1,3	-0,4	1,6	1,1	-1,5	0,8
Fundos de crescimento multi cap	-2,7	-1,3	-0,1	2,6	0,9	-1,9	0,5
Fundos multi cap core	-4,1	-2,2	-0,8	3,3	0,8	-2,8	0,3
Fundos de valor multi cap	-1,9	-0,8	0,4	2,3	0,6	-1,7	0,4
Fundos imobiliários	-2,7	-1,1	-0,2	2,4	0,6	-1,3	0,5

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, base de dados "Survivor-Bias-Free US Mutual Fund Database" do CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2018. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

De maneira consistente com pesquisas anteriores da S&P Dow Jones Indices,¹ descobrimos que em todas as categorias de renda variável e em grande parte das categorias de títulos de dívida, os gestores em média não conseguiram ganhar do seu benchmark nos horizontes de médio e longo prazo quanto aos retornos líquidos. Além do mais, a análise de risco/retorno realizada à seleção de gestores com desempenho superior ao mercado versus aqueles com desempenho inferior, demonstrou a dificuldade de escolher gestores e o conhecimento necessário para ter sucesso nesta área.

Leia mais em **indexologyblog.com**

¹ <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-year-end-2018.pdf>

AVISO LEGAL

© 2019 S&P Dow Jones Indices LLC. Todos os direitos reservados. STANDARD & POOR'S, S&P, S&P 500, S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P MIDCAP 400, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, S&P TARGET DATE INDICES, GICS, SPIVA, SPDR e INDEXOLOGY são marcas comerciais registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC, uma empresa filial da S&P Global ("S&P"). DOW JONES, DJ, DJIA e DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE são marcas comerciais registradas de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Estas marcas comerciais em conjunto com outras foram licenciadas para a S&P Dow Jones Indices LLC. A redistribuição ou reprodução total ou parcial é proibida sem consentimento por escrito da S&P Dow Jones Indices LLC. Este documento não constitui uma oferta de serviços nas jurisdições onde a S&P Dow Jones Indices LLC, S&P, Dow Jones ou suas respectivas afiliadas (coletivamente "S&P Dow Jones Indices") não possuem as licenças necessárias. Com exceção de alguns serviços personalizados de cálculo de índices, todas as informações fornecidas pela S&P Dow Jones Indices são impessoais e não adaptadas às necessidades de qualquer pessoa, entidade ou grupo de pessoas. A S&P Dow Jones Indices recebe compensação relacionada com o licenciamento de seus índices a terceiros e com os serviços personalizados de cálculo de índices. O desempenho de um índice no passado não é sinal ou garantia de resultados no futuro.

Não é possível investir diretamente em um índice. A exposição a uma classe de ativos representada por um índice pode estar disponível por meio de instrumentos de investimento baseados naquele índice. A S&P Dow Jones Indices não patrocina, endossa, vende, promove ou gerencia nenhum fundo de investimento ou outro veículo de investimento que seja oferecido por terceiros e que procure fornecer um rendimento de investimento baseado no desempenho de qualquer índice. A S&P Dow Jones Indices não oferece nenhuma garantia de que os produtos de investimento com base no índice acompanharão de modo preciso o desempenho do índice, ou proporcionarão rendimentos positivos. A S&P Dow Jones Indices LLC não é uma consultora de investimentos e a S&P Dow Jones Indices não faz declarações com respeito à conveniência de se investir em qualquer fundo de investimento ou outro veículo de investimento. A decisão de investir em um determinado fundo de investimentos ou outro veículo de investimento não deverá ser tomada com base em nenhuma declaração apresentada neste documento. Potenciais investidores são aconselhados a fazerem investimentos em tais fundos ou outro veículo somente após considerarem cuidadosamente os riscos associados a investir em tais fundos, conforme detalhado em um memorando de oferta ou documento similar que seja preparado por ou em nome do emitente do fundo de investimento ou outro produto de investimento ou veículo. A S&P Dow Jones Indices não é uma consultoria fiscal. É preciso que um consultor fiscal avalie o impacto de quaisquer títulos isentos de impostos nas carteiras e as consequências de alguma decisão particular de investimento. A inclusão de um título em um índice não é uma recomendação da S&P Dow Jones Indices para comprar, vender ou deter tal título, nem deve ser considerado como um aconselhamento de investimento.

Estes materiais foram preparados unicamente com fins informativos baseados nas informações geralmente disponíveis para o público de fontes consideradas como confiáveis. Nenhum conteúdo nestes materiais (incluindo dados de índice, classificações, análises e dados relacionados a crédito, modelos, software ou outros aplicativos ou informações destes) ou qualquer parte deste (Conteúdo) pode ser modificado, submetido à engenharia reversa, reproduzido ou distribuído de nenhuma forma, por nenhum meio, nem armazenado em bases de dados ou sistema de recuperação, sem o consentimento prévio por escrito da S&P Dow Jones Indices. O Conteúdo não deve ser usado para nenhum fim ilegal ou não autorizado. A S&P Dow Jones Indices e seus provedores de dados terceirizados e licenciadores (coletivamente "Partes da S&P Dow Jones Indices") não garantem a precisão, integridade, oportunidade ou disponibilidade do Conteúdo. As partes da S&P Dow Jones Indices não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões, independentemente da causa, nos resultados obtidos do uso do Conteúdo. O CONTEÚDO É FORNECIDO "NO ESTADO EM QUE SE ENCONTRA". AS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES SE ISENTAM DE QUAISQUER E TODAS AS GARANTIAS EXPRESSAS OU IMPLÍCITAS, INCLUINDO MAS SE LIMITANDO A, QUALQUER GARANTIA DE COMERCIALIZABILIDADE OU ADEQUAÇÃO A UM FIM OU USO EM PARTICULAR, ISENÇÃO DE BUGS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE A FUNCIONALIDADE DO CONTEÚDO SERÁ ININTERRUPTA OU QUE O CONTEÚDO OPERARÁ COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU DE HARDWARE. Sob nenhuma circunstância, as Partes da S&P Dow Jones Indices serão responsáveis a qualquer parte, por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, custas legais ou perdas (incluindo, sem limitação, perda de rendimentos ou perda de lucros e custos de oportunidades); em conexão com qualquer uso do Conteúdo, mesmo se aconselhado da possibilidade de tais danos.

A S&P Global mantém algumas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e a objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, algumas unidades de negócios da S&P Global poderão ter informações que não estejam disponíveis para outras unidades de negócios. A S&P Global estabelece políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de algumas informações não públicas recebidas em conexão com cada processo analítico.

Além disto, a S&P Dow Jones Indices presta uma ampla gama de serviços a, ou relacionados com, muitas empresas, incluindo emissoras de títulos, consultoras de investimentos, corretoras, bancos de investimentos, outras instituições financeiras e intermediários financeiros; e, em conformidade, pode receber taxas ou outros benefícios econômicos dessas empresas, incluindo empresas cujos títulos ou serviços possam recomendar, classificar, incluir em portfólios modelos, avaliar, ou abordar de qualquer outra forma.

Este documento foi traduzido para o português apenas para fins de conveniência. Se existirem diferenças entre as versões do documento em inglês e português, a versão em inglês prevalecerá.