

15 anos do SPIVA[®], o verdadeiro vigilante do debate entre investimento ativo e passivo

[Este artigo foi publicado originalmente na edição de dezembro de 2017 da Revista Indexology.](#)



Aye Soe

Managing Director,
Research & Design,
S&P Dow Jones Indices

Poucas pessoas conhecem os detalhes do scorecard SPIVA (S&P Indices Versus Active) melhor do que Aye Soe, Managing Director de Research & Design. Alguns meses depois do 15º aniversário do scorecard SPIVA, Emily Wellikoff, editora-chefe da revista Indexology, se reuniu com ela para falar a respeito do crescimento deste relatório na última década e meia, os resultados mais impressionantes e o que mudou desde que o investimento baseado em fatores começou a obscurecer os limites entre investimento ativo e passivo.



Emily Wellikoff

Editor-in-Chief,
Revista Indexology,
S&P Dow Jones Indices

EMILY: Já se passaram quinze anos, ou um ciclo econômico e meio, desde o lançamento do SPIVA, qual é seu principal aprendizado a respeito dos investimentos ativo e passivo?

AYE: O aprendizado mais importante é que o gestor médio não conseguiu ultrapassar o seu benchmark na maioria das categorias de renda fixa e renda variável no longo prazo.¹ Ainda pode haver um número pequeno de gestores que superam o benchmark em um ano específico, mas a probabilidade de eles manterem esse sucesso de maneira consistente nos anos seguintes é baixa, menor do que ganhar um jogo de cara e coroa.

EMILY: Quais são os mitos ou equívocos mais comuns a respeito do debate entre investimento ativo e passivo que você já encontrou nos últimos quinze anos?

AYE: No mercado de renda variável, muitas pessoas vêm nas empresas small-cap e nos mercados emergentes áreas onde as ineficiências do mercado podem oferecer oportunidades para a gestão ativa. No entanto, os resultados de curto, médio e longo prazo para as duas categorias mostram que o gestor ativo médio não tem necessariamente um desempenho superior ao do seu benchmark. De

¹ S&P Dow Jones Indices, <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

² S&P Dow Jones Indices, <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

fato, em períodos de um, três, cinco e dez anos, a maioria dos gestores ativos nessas duas categorias tem um desempenho esmagadoramente inferior.² Ineficiências do mercado naquelas classes de ativos são possíveis, mas os resultados demonstram que, historicamente, o gestor ativo médio não tem conseguido atingir retornos relativos mais elevados do que o benchmark.

Muitas pessoas também acreditam que a renda fixa é uma classe de ativos ineficiente devido ao seu sistema de precificação pouco claro, ao alto grau de segmentação do seu mercado, ao fato da grande maioria dos títulos serem negociados no mercado de balcão (OTC) e que os níveis de estoque dependem do revendedor, impactando a liquidez. Todas estas condições têm um impacto na liquidez. Dado que uma parte importante dos rendimentos dos títulos de dívida são impulsionados por riscos sistemáticos, como a duração e o crédito, muitas pessoas consideram que os instrumentos de investimento vinculados a índices são estruturalmente inadequados para enfrentar mudanças nas taxas de juros ou eventos de crédito.

Os resultados de desempenho dos fundos de renda fixa nos períodos de cinco, dez e quinze anos são mistos. Em termos gerais, durante o horizonte temporal de cinco anos, os gestores conseguiram superar os benchmarks em categorias como créditos corporativos com grau de investimento e dívida geral municipal de curto e médio prazo. Contudo, nos horizontes temporais de dez e quinze anos, a maioria dos fundos

não conseguiu ultrapassar o seu benchmark, independentemente da categoria.³

EMILY: Qual é o fato mais impressionante que você já encontrou desde a primeira publicação do SPIVA?

AYE: O quão difícil é obter excesso nos retornos de maneira consistente em horizontes temporais de médio e longo prazo. Essa observação também se aplica a outros países além dos EUA. A nossa pesquisa mostra que a maioria dos gestores de fundos ativos em diferentes regiões, países e segmentos de mercado tem apresentado, historicamente, um desempenho inferior aos seus benchmarks.

Outra descoberta que acho realmente impactante é que estes gestores têm um desempenho ainda pior fora do seu mercado local. Só como exemplo, os gestores europeus de fundos ativos americanos têm tido historicamente maiores dificuldades para ganhar do benchmark do que o seus homólogos que investem em fundos europeus.

Eu também acrescentaria que a taxa elevada de mortalidade dos fundos no longo prazo é bastante surpreendente. Por essa razão, é importante corrigir o viés de sobrevivência em qualquer estudo sobre o desempenho de fundos mútuos. Nos horizontes de cinco e dez anos, aproximadamente 79% e 57% dos fundos nacionais conseguem sobreviver, respectivamente. Essa cifra cai consideravelmente para 42% quando o período analisado aumenta para quinze anos.⁴ Não corrigir o viés de sobrevivência pode levar a resultados de desempenho com tendência para cima. Por exemplo, apenas 18% dos fundos locais tiveram um desempenho superior ao S&P Composite 1500 Index no período de quinze anos até dezembro de 2016. Se não tivéssemos considerado o viés de sobrevivência, aproximadamente 43% dos fundos teriam conseguido ultrapassar o mesmo benchmark. A diferença é bastante grande.

EMILY: Parece que há uma grande variação no percentual de fundos ativos que conseguem ultrapassar o benchmark de ano para ano. Qual você acha que é o motivo?

“ A nossa pesquisa mostra que a maioria dos gestores de fundos ativos em diferentes regiões, países e segmentos de mercado tem apresentado, historicamente, um desempenho inferior aos seus benchmarks. ”

³ S&P Dow Jones Indices, <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

⁴ S&P Dow Jones Indices, <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

AYE: Os resultados anuais podem flutuar bastante dependendo das condições do mercado e da percepção dos investidores. Os números oferecem uma ideia geral do desempenho dos gestores ativos como grupo em um ano específico, mas não é uma boa ideia chegar a conclusões definitivas com base nesses números, uma vez que eles podem mudar drasticamente no ano seguinte. Por exemplo, 38% dos gestores de crescimento de fundos large-cap perderam para o S&P 500 Growth Index em 2005, mas no ano seguinte esse número cresceu para 94%. Logo depois, a percentagem voltou a cair para 27% em 2007. Os resultados são inconsistentes quando analisados em períodos mais reduzidos.

EMILY: Em sua opinião, qual seria o fator mais importante de impedimento aos gestores ativos superarem os seus benchmarks no longo prazo?

AYE: Eu acho que há uma série de fatores que são responsáveis por este resultado. As taxas de administração definitivamente têm um impacto, mas não necessariamente tão grande quanto muitas pessoas acreditam. De fato, a nossa pesquisa mostra que a maioria dos fundos ativos de renda variável perde para seus benchmarks, mesmo quando são usados os retornos antes das taxas.⁵ O mercado de renda variável em alta que temos experimentado

durante os últimos oito anos também dificultou aos gestores ativos ganhar do seu benchmark. O meu colega e coautor do scorecard SPIVA para os EUA, Ryan Poirier, apontou que o S&P 500 teve 65 meses em alta e apenas 31 meses em baixa entre janeiro de 2009 e dezembro de 2016.⁶ Isso significa que seleção incorreta de títulos, exposição insuficiente ao beta do mercado ou apenas ter alocação em dinheiro poderia ter resultado em um desempenho inferior. Outro fator que pode ser relevante é o ambiente de volatilidade transversal relativamente baixa, ou baixa dispersão, que estamos assistindo. Os meus colegas da equipe de Index Investment Strategy realizaram algumas pesquisas sobre o assunto, vinculando o desempenho dos gestores e a disponibilidade de oportunidades que geram alfa.⁷

Outro fator chave que pode contribuir para o baixo desempenho dos gestores é a construção de carteiras de investimento e, mais especificamente, o tipo de riscos que os gestores assumem e se essas apostas são compensadas. Pretendemos analisar isso em detalhe em futuras pesquisas.

EMILY: O crescimento do investimento baseado em fatores está obscurecendo a linha antes clara entre os investimentos ativo e passivo. De fato, agora é possível um investidor utilizar veículos passivos para investir

de uma maneira que antes teria sido considerada tática e “ativa”. Isso está mudando o jeito em que abordamos o debate?

AYE: Definitivamente. Os investidores estão percebendo que as fontes de rendimento dos gestores podem ser divididas em uma série de rendimentos fatoriais, e esses fatores podem ser capturados de maneira parcial ou total através de um processo sistemático baseado em regras. Ao mesmo tempo, a disponibilidade de produtos de investimento passivo em fatores de baixo custo democratizou a forma como o investidor médio pode ter acesso a essas exposições. Isso significa que o alfa já não pode ser definido simplesmente como o excesso nos retornos sobre o benchmark. O debate então muda para se um gestor é capaz de superar o benchmark após incorporar a exposição aos fatores.

EMILY: O scorecard SPIVA já cresceu para além dos EUA e na atualidade abrange o Canadá, o México, o Brasil, o Chile, a Europa, a África do Sul, a Índia, o Japão e a Austrália; e em algumas regiões não só analisa a renda variável, mas também a renda fixa. O que vem depois?

AYE: Continuamos aprimorando o scorecard e ampliando o seu escopo. Em 2016 apresentamos o SPIVA Institutional Scorecard, no qual analisamos o impacto das taxas no desempenho dos gestores institucionais. O relatório também

⁵ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/spiva/research-spiva-institutional-scorecard-how-much-do-fees-affect-the-active-versus-passive-debate-year-end-2016.pdf>.

⁶ S&P Dow Jones Indices: <http://www.indexologyblog.com/2017/05/18/three-takeaways-from-the-spiva-u-s-year-end-2016-scorecard/>.

⁷ S&P Dow Jones Indices: https://us.spindices.com/documents/research/research-dispersion-measuring-market-opportunity.pdf?force_download=true

⁸ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/spiva/research-spiva-institutional-scorecard-how-much-do-fees-affect-the-active-versus-passive-debate-year-end-2016.pdf>.

foi publicado em 2017⁸ e continuará sendo divulgado anualmente. No ano passado, também levamos a cabo um estudo que vincula o SPIVA e os Scorecards de Persistência⁹ por meio da análise da persistência média do desempenho dos fundos que superam o benchmark em um ano específico. E adicionamos as cifras de desempenho de quinze anos ao scorecard SPIVA para os EUA, o que oferece uma narrativa mais estável em diferentes ciclos econômicos.

No primeiro trimestre de 2018, vamos publicar um estudo que analisará se algumas características dos fundos, como volatilidade, níveis de concentração, tracking error, information ratio ou active share levam a um desempenho superior.

Para mais detalhes sobre o scorecard SPIVA e para obter os últimos resultados de mercados no mundo, visite o site www.spdji.com/spiva.

⁸ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/research/research-fleeting-alpha-evidence-from-the-spiva-and-persistence-scorecards.pdf>.