

Índices alternativos: nova opção para diversificar

Palavra do gestor

Cezar Minozzo e Gerson Konishi*



Ainda muito pouco explorados no Brasil, os produtos de investimentos que se baseiam em índices alternativos são uma das modalidades de investimentos que mais crescem nos mercados dos Estados Unidos e Europa. Esse tipo de investimento já soma mais de US\$ 382 bilhões no mundo atualmente, e apresenta um crescimento médio superior a 50% ao ano desde 2001, segundo estudo elaborado pelo banco J.P. Morgan, de maio 2014.

Mas o que são índices alternativos? Para grande parte dos acadêmicos e investidores internacionais, os índices alternativos são baseados em métodos alternativos de seleção e ponderação dos ativos que compõem as carteiras. Desta forma, diferem dos benchmarks tradicionais que costumam utilizar a capitalização ou liquidez das empresas como fator de ponderação. O surgimento desses índices não aconteceu da noite para o dia. É o resultado de uma evolução natural dos mercados financeiro e acadêmico, que passaram a identificar ao longo das últimas décadas que o retorno dos investimentos é explicado muitas vezes por fatores de riscos que podem ser representados por grupos de ativos com características comuns. O primeiro movimento nesse sentido aconteceu em 1957, com a criação do índice Standard & Poor's 500, que representa o desempenho das 500 maiores empresas listadas nos mercados acionários dos Estados Unidos. Com o indicador, foi possível observar que o retorno de estratégias de investimentos em ações do mercado americano era explicado, em grande parte, pela exposição ao mercado amplo.

No caso brasileiro, a introdução do índice Bovespa, em 1968, também veio para ajudar a explicar parte do retorno dos investimentos em ações locais. Nos anos seguintes, vários pesquisadores encontraram comportamentos semelhantes em outros grupos de ativos que explicam parte do retorno não correlacionado ao retorno de mercado. Fatores como tamanho das empresas (size – observado por Banz e Reinganum — 1981), características de crescimento (growth) e valor (value), observados por Fama e French – 1993, volatilidade (Haugen – 1979) e momento (momentum – Jagadeh e Titman - 1993 e posteriormente por Carhart - 1997) fazem parte dessa relação. Mais recentemente, fatores

fundamentalistas (Arnott, Hsu e Moore - 2005) das empresas também passaram a ser utilizados nesse sentido. O resultado dessa evolução é observado através da criação de índices de referência de mercado (benchmarks) que buscam a exposição a tais fatores.

Dentro do universo de produtos que utilizam índices alternativos como referência, o critério fundamentalista é um dos mais utilizados atualmente, representando aproximadamente US\$ 170 bilhões de ativos sob gestão, ou quase a metade dos recursos dessa modalidade no mundo. O critério fundamentalista utiliza metodologia desenvolvida originalmente pela empresa americana Research Affiliates (RAFI) e considera quatro critérios ao avaliar uma empresa: receitas totais, fluxo de caixa, dividendos e o valor patrimonial. Ao contrário do critério de ponderação por valor de mercado, a valorização das ações de uma empresa não tem influência no peso desse ativo no índice final quando utilizado o critério fundamentalista. Assim, evita-se que uma empresa sem histórico comprovado de geração de caixa ou distribuição de dividendos tenha participação relevante na carteira do índice apenas por ter alta capitalização de mercado. Adicionalmente, o critério fundamentalista busca agrupar fatores observados por gestores de recursos ativos e traduzi-los nos índices que os representam.

É interessante salientar que os índices alternativos não se restringem somente aos critérios fundamentalistas. Metodologias baseadas em conceitos de diversificação (diversification-based weighting schemes) e características dos ativos (characteristics-based weighting schemes) também são utilizadas. Como qualquer modalidade de investimento, aquelas atreladas a índices alternativos devem ser avaliadas em um contexto amplo, considerando os objetivos de investimento de longo prazo. O investidor precisa conhecer a tese de investimento e as expectativas de geração de retorno propostas. Particularmente com relação aos índices fundamentalistas, por construção, eles tendem a ser menos correlacionados com os demais índices amplos ponderados por valor de mercado, gerando benefícios em termos de diversificação. Afinal de contas, todo investidor busca maximizar seus retornos e minimizar os riscos que ameaçam seus objetivos de longo prazo.

*Com a colaboração de Leonardo Vasques

Cezar Minozzo e Gerson Konishi são especialistas de portfólio da Itaú Asset Management.

Leonardo Vasques é gestor de fundos indexados da Itaú Asset Management. **E-mail:** itaueam@itaui-unibanco.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

tões na indústria e aumento das receitas com pré-pagamento. “Como resultado, esperamos agora que o crescimento do lucro por ação da Cielo seja de 18,5%, em média, nos próximos três anos”, destacaram os analistas da instituição.

CAPA

Posições estruturais dão lugar a movimentos táticos

Gestores de multimercados trocam sentido de aposta em dólar e juros com frequência e evitam posição direcional na bolsa. Por **Luciana Seabra** e **Alessandra Bellotto**, de São Paulo

Raio X do setor de fundos

Captação e rentabilidade média por categoria (até 20/06/2014)

Tipos	Rentabilidade (%)		Captação (R\$ milhões)	
	No mês	No ano	No mês	No ano
Curto Prazo	0,57	4,72	8.571,79	20.785,10
Referenciado DI	0,57	4,79	8.646,84	23.367,38
Renda Fixa	0,52	5,41	-246,49	-16.955,30
Renda Fixa Crédito Livre	0,56	4,81	282,94	-514,75
Renda Fixa Índices	0,27	7,32	955,98	-3.464,75
Long And Short - Neutro	0,87	5,17	-46,36	-711,68
Long And Short - Direcional	0,26	2,14	-198,65	-1.603,98
Multimercados Macro	0,49	2,36	-21,67	-4.531,69
Multimercados Trading	-0,12	7,50	-27,63	-358,35
Multimercados Multiestrategia	0,62	3,25	363,94	-8.079,21
Multimercados Multigestor	-0,08	1,81	-128,02	-188,04
Multimercados Juros e Moedas	0,58	4,90	947,16	-1.710,19
Multimercados Estratégia Especifica	1,41	7,10	-3,43	-411,97
Cambial	-0,50	-5,45	-151,87	582,53
Ações IBOVESPA Ativo	4,42	1,28	-52,80	-1.427,04
Ações IBRX Ativo	5,74	4,47	-135,56	-560,01
Ações Setoriais	7,70	4,84	-53,09	-947,47
Ações Small Caps	4,22	0,00	-21,03	-278,14
Ações Dividendos	5,13	5,95	-45,86	-860,97
Ações Sustentabilidade/Governança	6,44	3,51	-15,52	-147,26
Ações Livre	4,66	2,17	-240,09	-1.563,51
Demais tipos*	—	—	477,13	8.310,50
Total doméstico			18.857,70	8.731,19
Patrimônio total doméstico**:			R\$ 2,53 trilhões	

Fonte: Anbima. Obs.: Rentabilidade de Tipos de PL acima de R\$ 500 milhões. A rentabilidade dos multimercados foi estimada por conta da classificação válida a partir de 20 de maio, assim como os números de captação, que não consideram a migração dos tipos antigos. * Tipos com patrimônio abaixo de R\$ 500 milhões voltados ao mercado doméstico foram reunidos na categoria Demais fundos. **Não inclui fundos offshore.

O desempenho dos fundos é reflexo de um mercado desafiador para seleção de ativos, em que não basta ter convicção e montar posições, é preciso ter jogo de cintura. “Os fundos estão sem grandes posições estruturais, bastante táticos”, diz Rodrigo Noel, especialista de portfólio da gestora do Itaú.

No mercado de moedas, por exemplo, o Itaú ganhou neste ano tanto com posições compradas quanto vendidas no dólar contra o real. No de juro, as apostas feitas ao longo do ano passado e no início deste, de elevação da taxa, foram viradas para refletir a crença na queda da taxa. Na bolsa, diz Noel, as carteiras abrigam menos posições direcionais e mais de valor relativo, como as compradas em setor financeiro e educação e vendidas em algumas companhias dos setores de consumo e elétrica.

A gestora do Brasil Plural tem protegido as posições compradas em bolsa com a venda do Ibovespa. Como dois terços do índice estão ligados a commodities, a estratégia protege a carteira da desaceleração na China, diz Carlos Eduardo Rocha, sócio responsável pela gestora do Brasil Plural. Dentre os setores do lado comprado estão o fi-

nanceiro e o de educação. “É fundamental, até pela indecisão do ambiente eleitoral, a empresa não estar exposta a risco de racionamento, não ter excesso de endividamento, ser geradora de caixa e não ter dívida descoberta em dólar”, afirma.

A XP ganhou muito neste ano com uma posição em Petrobras. “É muito mais trading do que fundo de longo prazo”, diz Patrick O’Grady, diretor da XP Gestão. Os gestores da casa consideraram que a possibilidade de que a presidente Dilma

não fosse reeleita não estava corretamente precificada pelo mercado. Os fundos continuam com a posição, afirma O’Grady, ainda que a assimetria, mais espaço para ganho do que para perder, tenha se reduzido.

Para driblar o cenário indefinido, a Fator Administração de Recursos (FAR) recorreu a posições mais defensivas em algumas das carteiras — caso do multimercado Sigma, com uma alocação preponderante em renda fixa e que elevou recentemente a parcela em caixa. “Acredita-

ESTRATÉGIA

BTG cria carteira com um mix de fundos da casa

De São Paulo

O BTG Pactual voltou a dar acesso ao seu maior fundo multimercado, o Global. Fechada para aplicações desde 2012, a carteira de R\$ 3 bilhões de patrimônio rendeu em seus cinco anos de vida 300% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). Somente neste ano acumula ganho de 10,4%. Essa é a primeira vez que o fundo está acessível para clientes de fora do private banking do BTG, com foco em investidores de alto patrimônio.

O Global voltou a receber investidores por meio de um novo fundo da casa, o Top Strategy. É uma carteira recheada de fundos do próprio BTG. Hoje, 40% dos recursos são destinados ao Global, 20% ao Absoluto, que seleciona ações com perspectiva de longo prazo, e 20% ao Absoluto LS, de estratégia “long and short”.

Os 20% restantes vão para o Crédito Corporativo Plus, fundo criado há dois meses com estratégia semelhante a outra carteira de papéis privados da casa, mas com o destino de 20% do patrimônio a títulos emitidos por empresas brasileiras no exterior. O Top Strategy acessa as carteiras master, ou seja, não há duplicidade de taxa, que é de 2%, além de 20% de performance sobre o que exceder o CDI.

“Procuramos selecionar as me-

lhores estratégias dentro de casa, avaliamos a correlação entre elas e fizemos simulações para os últimos cinco anos”, diz Marcelo Flora, sócio do BTG responsável pela distribuição de fundos. Assim foi definida a fatia de cada carteira no novo fundo. Os percentuais podem mudar com o tempo, o que vai acontecer naturalmente com a valorização das cotas, mas a ideia não é fazer gestão ativa entre os fundos.

Estrela da nova carteira, o Global é um veículo local que aplica 85% do patrimônio no principal fundo de estratégia internacional do BTG, o Global Emerging Markets and Macro (GEMM). Uma série de ativos de diferentes regiões compõe a carteira, sendo que 40% do risco está concentrado em mercados emergentes.

Cerca de 50 executivos de investimentos da casa estão envolvidos com o fundo. A gestão é feita em conjunto pelos escritórios do BTG em São Paulo, Rio, Londres, Nova York e Hong Kong. Entram estratégias direcionais e relativas em ações, moedas e títulos públicos e privados, de créditos corporativos a empréstimos estudantis americanos.

Entre as estratégias principais do fundo hoje está a de juro na periferia da zona do euro. João Scandiuzzi, estrategista-chefe da gestora do BTG, conta que a casa tem visto uma oportuni-



Flora, do BTG: “Procuramos selecionar as melhores estratégias dentro de casa”

de de ganho de capital no fechamento dos prêmios de crédito. Um dos fatores que apoia a tese é o retorno do investidor institucional que vinha evitando a zona do euro.

O movimento de queda dos juros, que traz valor a papéis prefixados, também foi aproveitado em mercados emergentes de fevereiro para cá. Uma elevação dos juros nos EUA poderia reverter esse quadro. “Não vislumbramos isso no curto prazo”, afirma Scandiuzzi. As declarações da presidente do Federal Reserve (Fed), Janet Yellen, diz o estrategista, indicam para medidas alternativas. Ainda assim, a equipe de gestão prefere se precaver. “Estamos comprando alguns hedges”, diz Scandiuzzi, considerando que esse tipo de operação está barato dada a baixa volatilidade dos mercados globais.

O Top Strategy somente recebe e devolve recursos no dia 15 de cada mês, sendo que a solicitação deve

mos que existe a possibilidade de os juros voltarem a subir, portanto a alocação tende a ficar mais favorável lá na frente”, afirma Marcos Paolozzi, diretor de renda fixa e multimercados.

Nos multimercados mais arrojados da FAR, a estratégia foi buscar oportunidades em outros mercados, como posições vendidas em países da periferia da Europa, dada a atividade econômica fraca da região e o aumento do risco político.

Para Paolozzi, o ambiente deve continuar desafiador até pelo menos o fim de 2015. Para o Brasil, há espaço para uma abordagem macro mais construtiva, dada a possibilidade de mudanças a partir das eleições. Do lado externo, o executivo espera um cenário potencialmente mais perigoso. Nos Estados Unidos, os riscos seguem associados à retomada da economia e o consequente aperto monetário. Na China, principal parceiro do Brasil, além do menor crescimento, o mercado imobiliário já mostra quedas significativas de preços, assim como alguns segmentos enfrentam aumento de inadimplência. Já a Europa enfrenta o problema da desinflação associada à atividade fraca, além de questões políticas, como a maior participação de partidos de extrema direita.

Os saques superam as entradas para todos os tipos de fundos multimercados no ano até 20 de junho. Carlos Ambrósio, diretor-presidente da Claritas Investimentos, aponta que quem sair agora pode perder a oportunidade da volta. “O gestor não tem como antecipar todos os movimentos, o sucesso vem se ele acertar mais vezes que errar”, diz. Há momentos em que o gestor opta por não ter posições quando o risco não compensa, afirma, e isso se reflete em menor performance, mas faz parte do seu papel.

Curta

Citi eleva Cielo

O Citi subiu o preço-alvo para as ações da Cielo de R\$ 45,00 para R\$ 53,25. A recomendação manteve-se em “compra”. A revisão, segundo relatório do banco, se deve a estimativas de maior volume de transações com car-