

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O IMPACTO DO CENÁRIO ELEITORAL NO
MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO DO BRASIL

Pedro Henrique Morales

No. de matrícula: 1511716

Orientador: Prof. Marcio Garcia

Junho de 2019

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O IMPACTO DO CENÁRIO ELEITORAL NO
MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO DO BRASIL

Pedro Henrique Morales

No. de matrícula: 1511716

Orientador: Prof. Marcio Garcia

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Junho de 2019

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. MOTIVAÇÃO	8
3. CONTEXTO	12
4. REVISÃO DA LITERATURA	18
5. MÉTODO	20
6. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS	28
7. CONCLUSÃO	46
8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	50

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Valor da Cota - BTG Pactual Absoluto FIA	9
Gráfico 2 - Valor da Cota - BTG Pactual Long & Short FIA	9
Gráfico 3 - Valor da Cota - BTG Pactual Yield CP.....	10
Gráfico 4 - Valor da Cota - BTG Pactual Discovery FIM.....	10
Gráfico 5 - Variação Mensal do Desemprego - 2013/2014	13
Gráfico 6 - Variação Mensal do IPCA - 2013/2014	14
Gráfico 7 - Crescimento do PIB Real por Trimestre - 2013/2014 (%).....	14
Gráfico 8 - Variação Mensal do Desemprego - 2017/2018	16
Gráfico 9 - Variação Mensal do IPCA - 2017/2018	17
Gráfico 10 - Crescimento do PIB Real por Trimestre - 2017/2018 (%).....	17
Gráfico 11 – Retorno Acumulado – FIA <i>Long Only</i>	22
Gráfico 12 – Retorno Acumulado – FIA <i>Long & Short</i>	23
Gráfico 13 – Retorno Acumulado – FIRF Crédito Privado.....	24
Gráfico 14 – Retorno Acumulado – FIM Multiestratégia.....	25
Gráfico 15 – Retorno Acumulado Trimestral - Pré Eleições 2014	28
Gráfico 16 – Retorno Acumulado Trimestral - Pós Eleições 2014.....	29
Gráfico 17 – Retorno Acumulado Trimestral - Pré Eleições 2018	29
Gráfico 18 – Retorno Acumulado Trimestral - Pós Eleições 2018.....	30
Gráfico 19 – Volatilidade Trimestral - Pré Eleições 2014.....	32
Gráfico 20 – Volatilidade Trimestral - Pós Eleições 2014	32
Gráfico 21 – Volatilidade Trimestral - Pré Eleições 2018.....	33
Gráfico 22 – Volatilidade Trimestral - Pós Eleições 2018	33
Gráfico 23 – Índice de Sharpe Trimestral - Pré Eleições 2014.....	34
Gráfico 24 – Índice de Sharpe Trimestral - Pós Eleições 2014	35
Gráfico 25 – Índice de Sharpe Trimestral - Pré Eleições 2018.....	35
Gráfico 26 – Índice de Sharpe Trimestral - Pós Eleições 2018	36
Gráfico 27 – Índice de Treynor Trimestral - Pré Eleições 2014.....	38
Gráfico 28 – Índice de Treynor Trimestral - Pós Eleições 2014	38
Gráfico 29 – Índice de Treynor Trimestral - Pré Eleições 2018.....	39

Gráfico 30 – Índice de Treynor Trimestral - Pós Eleições 2018	39
Gráfico 31 – Índice de Modigliani Trimestral - Pré Eleições 2014	41
Gráfico 32 – Índice de Modigliani Trimestral - Pós Eleições 2014.....	41
Gráfico 33 – Índice de Modigliani Trimestral - Pré Eleições 2018	42
Gráfico 34 – Índice de Modigliani Trimestral - Pós Eleições 2018.....	42
Gráfico 35 – Retorno Acumulado do IBOVESPA: Trimestre Pré-Eleições 2014	44
Gráfico 36 – Retorno Acumulado do IBOVESPA: Trimestre Pós-Eleições 2018	45

1. INTRODUÇÃO

Esse estudo tem como principal objetivo analisar a performance e comportamento do mercado de fundos de investimento do Brasil no período pré e pós as eleições para Presidente de 2014 e 2018, assim como desenvolver uma comparação entre os dois períodos e cenários.

Primeiramente, é importante destacar que um fundo de investimento pode ser definido como uma alternativa de aplicação financeira que funciona como um condomínio. Fundos reúnem recursos de investidores para formar um *portfolio*, ou seja, uma carteira diversificada de ativos que tem a rentabilidade como seu objetivo final. Cada investidor tem uma participação sob o patrimônio desse fundo, traduzido pelo número de cotas que ele detém.

Fundos podem ser divididos em classes que caracterizam sua política de investimento. A regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade cujo objetivo maior é fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil, requer que esses fundos sejam divididos em quatro principais modalidades: Fundo de Investimento em Renda Fixa (FIRF), Fundo de Investimento em Ações (FIA), Fundo de Investimento Multimercado (FIM) e Fundo de Investimento Cambial.

Além disso, essas classes podem ser subdivididas em estratégias. A análise a ser feita nessa monografia será baseada em algumas dessas diferentes estratégias que entraremos em detalhes a seguir.

Multimercado Multiestratégia: Nessa categoria, os fundos multimercado podem buscar diversas estratégias adotadas e definidas pelo seu gestor. Podem tentar obter ganho de capital através de *trades* em mercados como o de ações, juros, câmbio e dívida. As operações podem acontecer tanto no mercado à vista quanto no mercado de derivativos e mecanismos podem ser utilizados afim de *hedge*, arbitragem e alavancagem.

Crédito Privado: Essa estratégia busca alocar boa parte dos recursos do fundo em títulos de renda fixa emitidos por empresas privadas. Para ser denominado crédito privado, mais de 50% do patrimônio líquido tem de ser compostos por esses títulos de dívida.

Ações *Long Only*: Como todos os fundos denominados FIA, os *Long Only* têm de ter no mínimo 67% de seu patrimônio líquido alocado em ações. Além disso, podem operar apenas em posições compradas, ou seja, apostando na alta dos papéis que compõem sua carteira. Dito isso, o cenário ideal para essa estratégia é de tendências de valorização do mercado acionário.

Ações *Long & Short*: Por outro lado, os fundos *Long & Short* podem ter posições compradas ou vendidas em ações. Com isso, apostam na valorização dos ativos que estão comprados e na desvalorização dos que estão vendidos. É importante destacar aqui que essa estratégia independe do movimento direcional da bolsa, já que o gestor pode apostar contra determinados papéis.

É necessário destacar também que, como qualquer outro ativo, os fundos de investimento estão sujeitos à choques e riscos determinados por uma série de diferentes fatores. Variam de choques macro-globais/nacionais à riscos de crédito, mercado e liquidez.

Dito isso, esse projeto terá como grande propósito analisar diferentes indicadores de risco e performance de fundos de investimentos previamente selecionados. Esperamos, com isso, avaliar em até que ponto as eleições podem influenciar os fatores mencionados.

2. MOTIVAÇÃO

A indústria de fundos de investimento no Brasil vem se tornando cada vez mais relevante. Atualmente, o patrimônio líquido de fundos registrados na CVM corresponde a aproximadamente R\$4,4 trilhões. Esse patrimônio é distribuído em mais de 16 mil fundos geridos por mais de 800 diferentes instituições¹.

Diante desse cenário, é importante entender um pouco mais do comportamento desses produtos, além de analisar todos os riscos atrelados a performance desse tipo de investimento. É fundamental identificar se há algum padrão envolvido no *business*, assim como ele reage a determinados eventos, sejam esporádicos ou não.

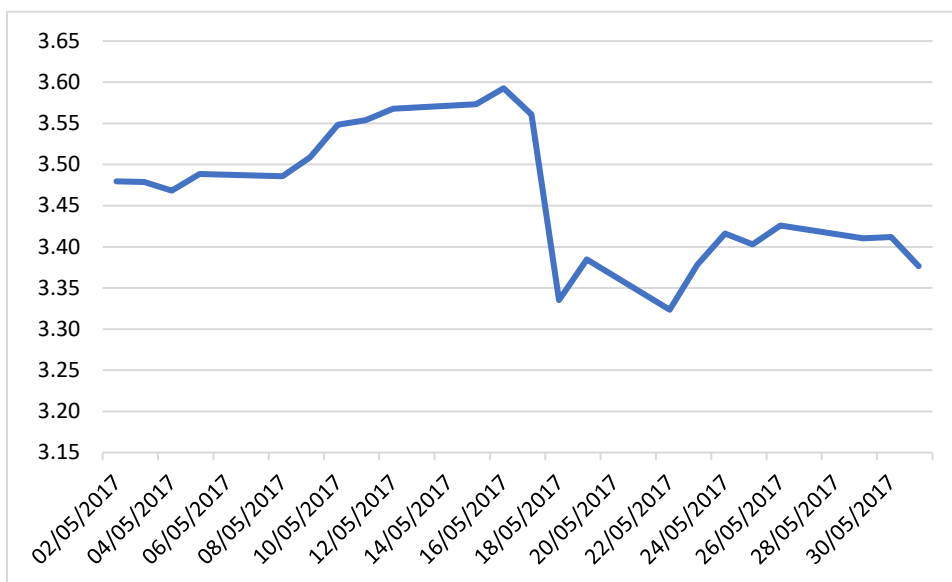
Para exemplificar minha motivação, decidi pontuar um evento que, sem dúvida alguma, ficou marcado na história do Brasil: o *Joesley Day*. No dia 18 de maio de 2017, um dos sócios da empresa JBS, Joesley Batista, divulgou uma gravação do então atual presidente do Brasil, Michel Temer, dando aval para comprar o silêncio de Eduardo Cunha, ex-presidente da Câmara dos Deputados.

Para entender um pouco mais de como o mercado reagiu a essa notícia, é necessário destacar que o principal índice da bolsa brasileira, o IBOVESPA, fechou em queda de 8,8%, além do dólar, que disparou 8,15% ante o real. Deve-se ressaltar também que as operações da bolsa foram interrompidas pelo *circuit breaker*, que suspendeu os negócios por trinta (30) minutos. Isso não ocorria desde 22 de outubro de 2008, quando a bolsa brasileira teve queda de 10,18%.

Essa notícia também refletiu em um grande impacto na rentabilidade de alguns fundos de investimento. Segue abaixo o gráfico da variação da cota no mês de maio de 2017 de quatro fundos que analisaremos mais a frente, o BTG Pactual Absoluto FIA (Gráfico 1), BTG Pactual LS FIA (Gráfico 2), BTG Pactual Yield Crédito Privado (Gráfico 3) e BTG Pactual Discovery FIM (Gráfico 4):

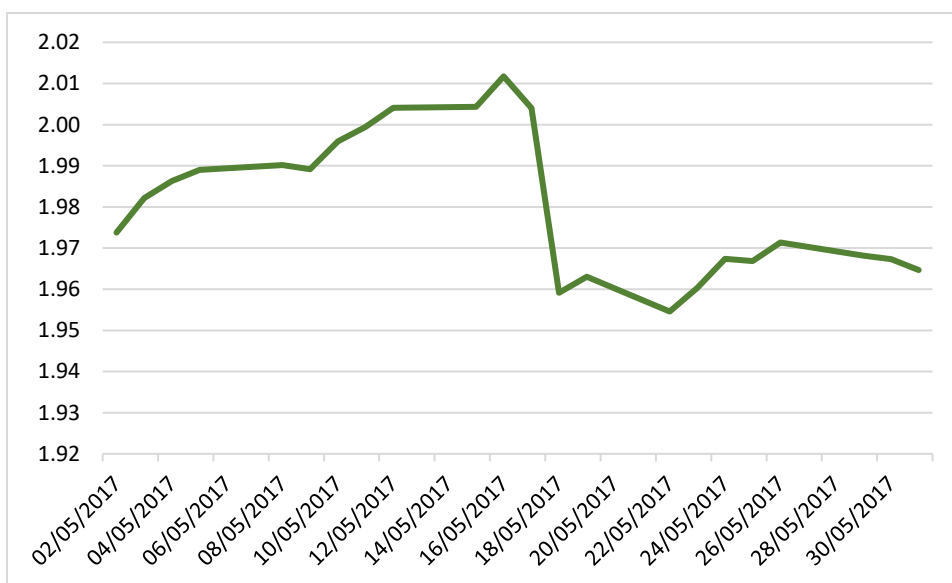
¹ Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.

Gráfico 1 - Valor da Cota - BTG Pactual Absoluto FIA.

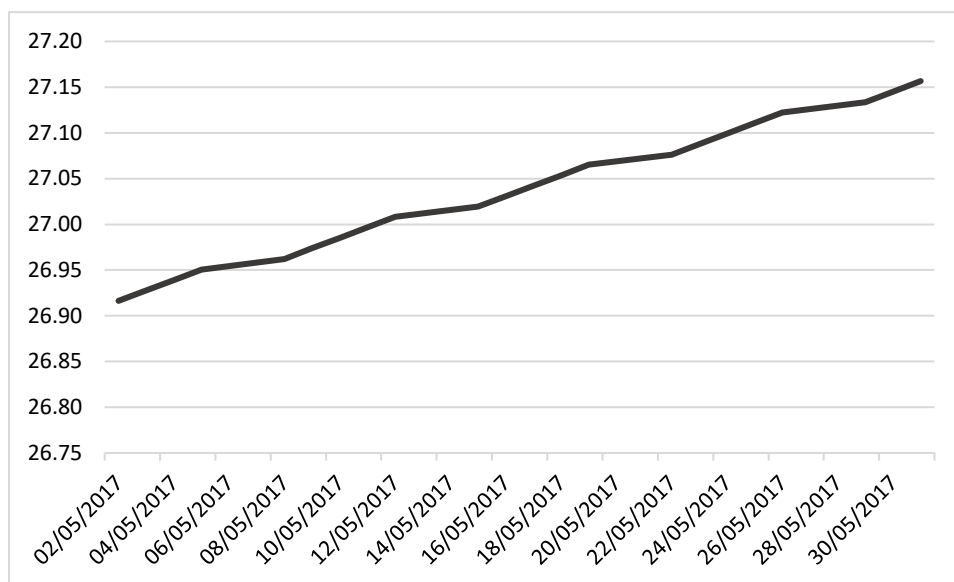


Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

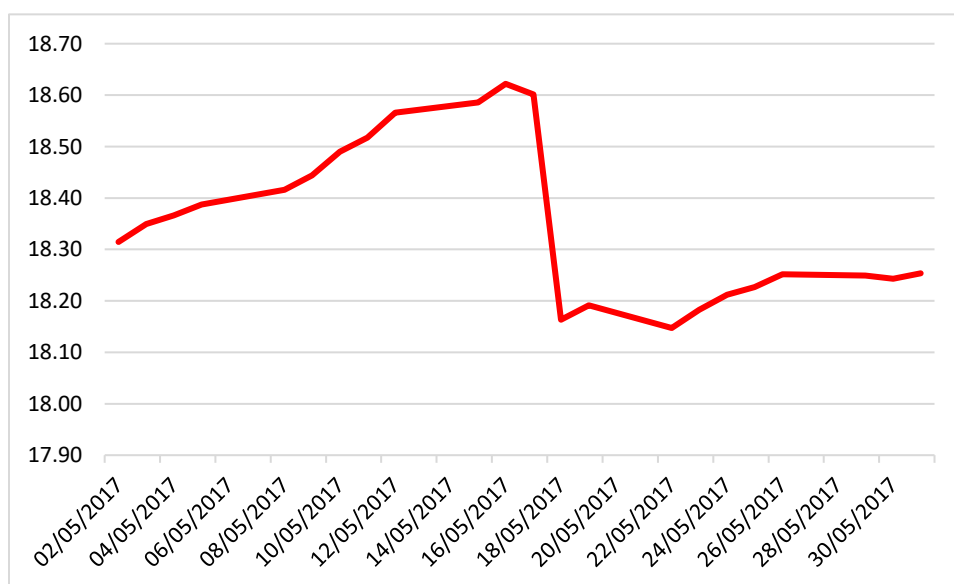
Gráfico 2 - Valor da Cota - BTG Pactual Long & Short FIA.



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Gráfico 3 - Valor da Cota - BTG Pactual Yield CP.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Gráfico 4 - Valor da Cota - BTG Pactual Discovery FIM.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Analisando os gráficos, podemos perceber o impacto do evento mencionado anteriormente em algumas classes de fundos. A cota de alguns dos fundos em questão sofreu uma forte

desvalorização no dia do escândalo. Por outro lado, alguns fundos não foram visivelmente afetadas, caso do BTG Pactual Yield CP. O que explicaria isso? Qual tamanho da importância que a composição do *portfolio* e a exposição ao risco têm nessa questão?

É fundamental notar que a indústria de fundos de investimento no Brasil vem tomando proporções bastante relevantes. Com isso, concluo que é essencial entendermos e dominarmos as características e dinâmicas desse mercado e dos eventos que o envolve.

3. CONTEXTO

É de extrema importância destacar que economia e política têm muitos campos de interseção. Por muitas vezes andam lado a lado e, sem sombra de dúvidas, são peças chaves para definição do cenário vivido em um país. Além disso, são fundamentais para o ânimo dos investidores, assim como influenciam os mercados em geral. Dito isso, abordarei, nesse capítulo, o contexto e cenário econômico por trás das eleições da ex-Presidente Dilma Rousseff e do eleito Presidente Jair Bolsonaro.

Dilma Rouseff foi eleita pela primeira vez em 2010 representando o Partido dos Trabalhadores (PT). Teve um início de mandato considerado positivo pela maioria da população brasileira, com sua aprovação chegando a casa dos 78%, segundo ao IBOPE, no mês de dezembro de 2012. Segundo esta mesma pesquisa, a população destacava algumas questões que consideravam essenciais para o bom início de governo da Presidente: economia (combate ao desemprego e controle da inflação) assim como a luta contra pobreza. Porém, em meados de 2013, o Governo Dilma a ser extremamente questionado e criticado. Pessoas se mobilizaram e foram as ruas, fazendo com que sua desaprovação chegasse aos 49%.

Em 2014, Dilma Rouseff lançou sua candidatura em busca da reeleição. Tinha como principais adversários políticos como Aécio Neves (PSDB), Marina Silva (PSB), Eduardo Jorge (PV), Pastor Everaldo (PSC) e Luciana Genro (PSOL). No primeiro turno, somou 41,6% dos votos contra 33,5% do candidato do PSDB. Já no segundo, Dilma foi reeleita por uma pequena margem, no que acabou tornando-se a disputa presidencial mais acirrada do Brasil: 51,54% (54 501 118 votos) contra 48,36% (51 041 155 votos) de Aécio Neves.

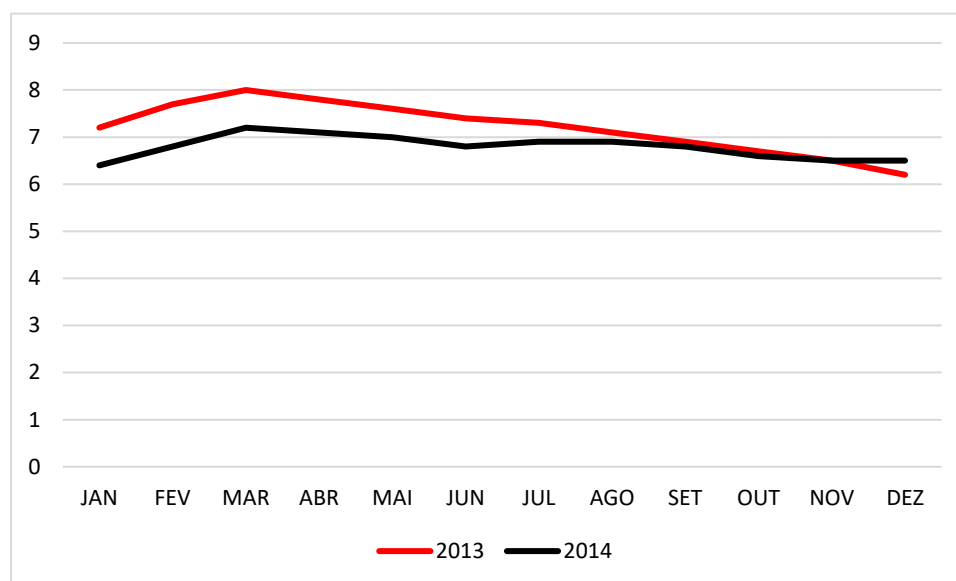
Para análise do cenário econômico pré eleições presidenciais de 2014, escolhi apresentar os níveis das taxas de desemprego, inflação (medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA) e PIB, em dados apresentados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Desemprego e IPCA mostravam níveis aparentemente estáveis quando comparados ao ano de 2013. Após analisar os Gráficos 5 e 6, podemos concluir que ambas variáveis mostraram padrões mensais semelhantes entre os dois anos. O desemprego variou no máximo 1 ponto

percentual (entre 6,20% e 7,20%) quando olhamos o período entre outubro de 2013 e outubro de 2014. Já o IPCA mostrou seu conhecido ciclo sazonal, tendo picos de alta no final/começo de ambos os anos, e períodos de baixa quando olhamos para o meio dos anos.

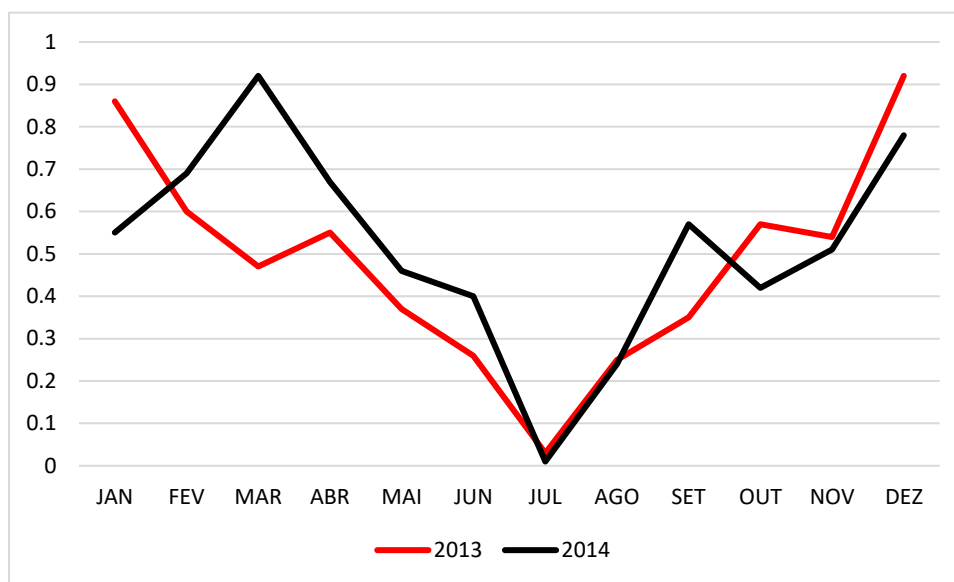
Por outro lado, essa mesma estabilidade não pode ser vista quando analisamos o PIB nos anos de 2013 e 2014. Observando o Gráfico 7, percebemos que a taxa de crescimento do produto brasileiro sai de um patamar de 4,02% entre o trimestre de abril-junho de 2013 para -0,64% entre os meses de julho-setembro de 2014. Esse período marcou o início de uma forte recessão que deu fim a mais de 20 trimestres consecutivos de expansão econômica do Brasil.

Gráfico 5 - Variação Mensal do Desemprego - 2013/2014.



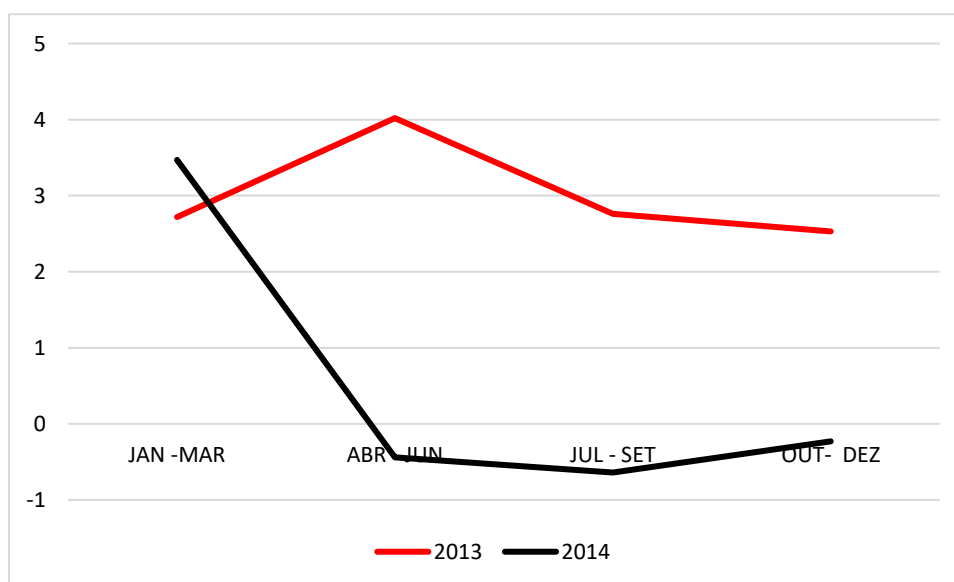
Fonte: *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)*.

Gráfico 6 - Variação Mensal do IPCA - 2013/2014.



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Gráfico 7 - Crescimento do PIB Real por Trimestre - 2013/2014 (%).



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

As eleições de 2018 contaram com 13 candidaturas, maior número desde 1989, que contou com 22 candidatos. Nomes como Jair Bolsonaro (Partido Social Liberal - PSL), Fernando Haddad (Partido dos Trabalhadores - PT), Ciro Gomes (Partido Democrático Trabalhista - PDT), Geraldo Alckmin (Partido da Social Democracia Brasileira - PSDB), Henrique Meirelles (Movimento Democrático Brasileiro - MDB), João Amoêdo (NOVO) e Marina Silva (REDE) participaram de uma disputa marcada por conflitos e polarizações.

Antes da candidatura de Fernando Haddad, o PT chegou a anunciar que o ex-presidente da República Luiz Inácio Lula da Silva concorreria novamente ao cargo. No entanto, Lula foi preso no dia 07 de abril, acusado de corrupção e lavagem de dinheiro. Com isso, o Tribunal Superior Eleitoral (TSE) rejeitou sua candidatura, pois sua condenação em segunda instância viola a Lei da Ficha Limpa. O PT lançou então Haddad, que acabou tornando-se figura relevante, absorvendo uma boa parte dos eleitores de Lula.

Deve-se destacar também que as eleições de 2018 ficaram marcadas pela constante presença das *fake news*, fato que acabou causando severa preocupação em candidatos, Partidos e eleitores. Essas notícias falsas eram divulgadas com a intenção de alterar o poder de consciência do eleitorado. Eram rapidamente denunciadas pelos Partidos e grupos de comunicação foram criados para verificar a veracidade dos boatos.

No primeiro turno das eleições, Jair Bolsonaro somou 46,03% dos votos válidos contra 29,28% de Fernando Haddad. Com o desdobramento do segundo turno, o candidato petista ganhou força, mas não o bastante para vencer o candidato do PSL. Jair Bolsonaro foi eleito com 55,13% (57 797 847 votos) contra 44,87% (47 040 906 votos) de Haddad, dando fim ao longo período de governo esquerdista no Brasil.

Assim como na análise feita para o ano de 2014, irei apresentar os níveis das taxas de desemprego, inflação (também medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA) e PIB, em dados apresentados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Assim, pretendo expor o cenário econômico pré eleições de 2018.

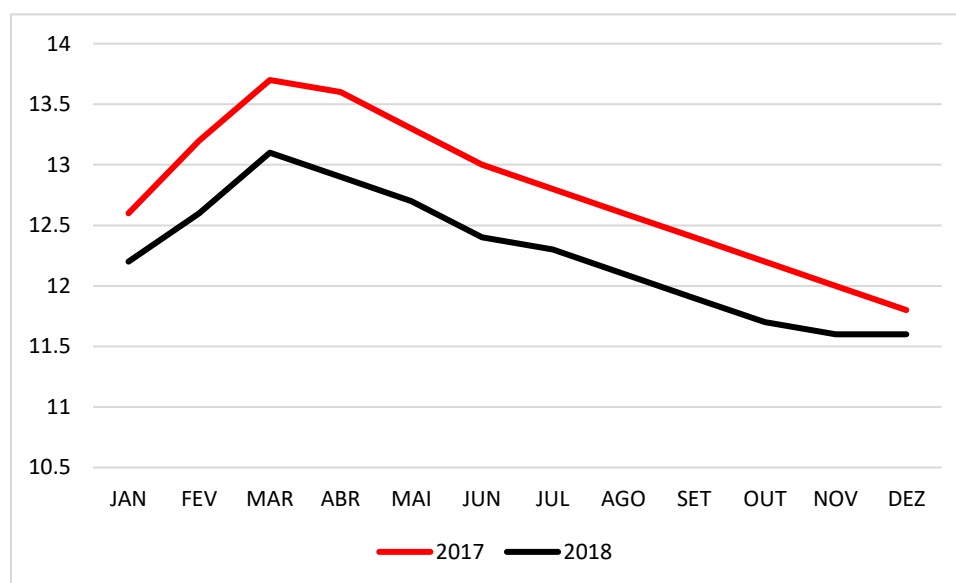
Diferentemente dos anos de 2013 e 2014, os anos de 2017 e 2018 não mostravam níveis mensais de desemprego e IPCA aparentemente estáveis. Desconsiderando os meses de janeiro e fevereiro, o desemprego apresentou um decréscimo considerável durante os dois anos em questão, variando de 13,70% em março de 2017 para 11,90% em setembro de 2018 (Gráfico 8). O IPCA

não mostrou um padrão consistente, e apresentou picos de deflação nos meses de junho 2017 e novembro 2018 (Gráfico 9). Mesmo assim, seguiu durante ambos os anos abaixo da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de 4,5% a.a.

Analisando o Gráfico 10, podemos claramente perceber a retomada do PIB nos anos de 2017 e 2018. Saindo de uma das piores recessões da história, a economia brasileira começou a apresentar sinais de melhora após o impeachment de Dilma Rousseff e posse de Michel Temer. Após dois anos de retração, o PIB brasileiro cresceu 1,06% em 2017. Seguiu o mesmo padrão 2018, onde cresceu 1,12%.

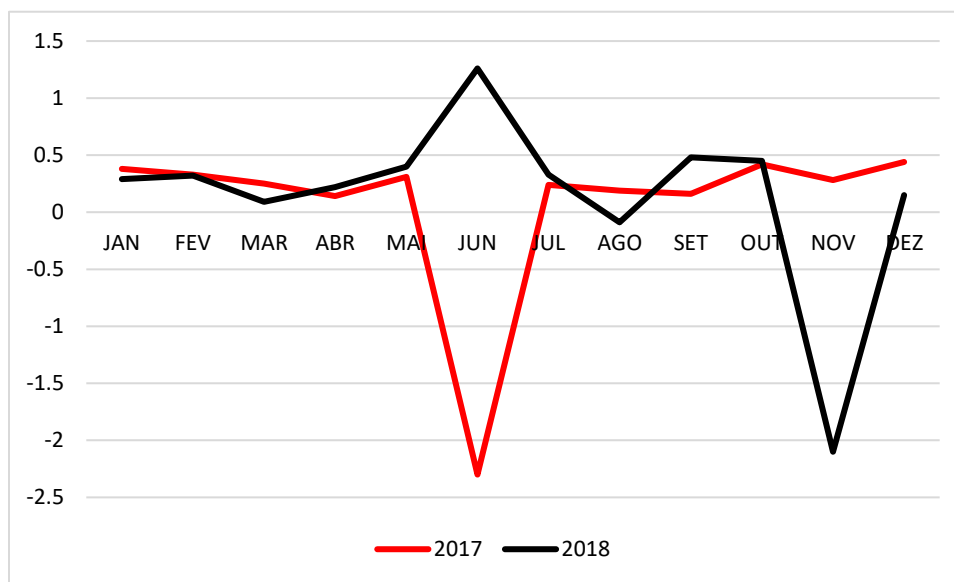
Com isso, podemos concluir que houve uma clara melhora no cenário econômico quando comparamos os anos de 2013 e 2014 com 2017 e 2018. Atribuo grande parte desse desenvolvimento a competente gestão de Ilan Goldfajn a frente do Banco Central do Brasil. Goldfajn e sua equipe foram responsáveis por fatos como: retomada da produção, aumento da oferta de crédito, crescimento das reservas cambiais e redução da SELIC para mínima histórica, de 6,5% a.a.

Gráfico 8 - Variação Mensal do Desemprego - 2017/2018.



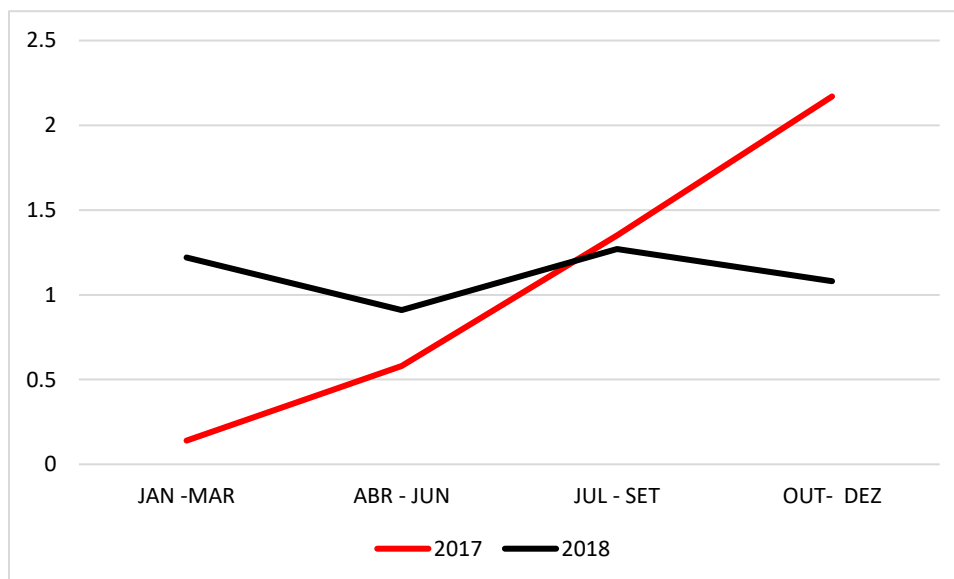
Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Gráfico 9 - Variação Mensal do IPCA - 2017/2018.



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Gráfico 10 - Crescimento do PIB Real por Trimestre - 2017/2018 (%).



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

4. REVISÃO DA LITERATURA

Para que possamos analisar a performance deste mercado de forma precisa e coerente, é importante destacar um pouco da origem dos métodos que serão explorados.

Harry Markowitz é um economista americano e foi o primeiro a explorar, em 1952, um modelo que utiliza a média e a variância para otimizar o retorno de um investimento. A Teoria das Carteiras contabiliza a variância de um portfolio como a soma das variâncias de cada ativo separadamente. Além disso, inclui a covariância entre diferentes papéis, sempre levando em conta o percentual do patrimônio que cada um representa, buscando obter a melhor rentabilidade possível. Cabe destacar, portanto, que o ponto principal da teoria de Markowitz é que “...o risco de um ativo medido isoladamente torna-se diferente quando esse ativo é incluído em uma carteira...”².

Já na década de 1960, diferentes metodologias surgiram com base na Teoria das Carteiras. O risco passou a ser uma ferramenta amplamente estudada por economistas e analistas de investimento, tornando-se peça fundamental nos índices que surgiam.

Jack L. Treynor criou, em 1965, o que ficou denominado como índice de Treynor. Essa medida de avaliação de investimento tem como objetivo final representar o rendimento de um determinado portfolio para cada unidade sistêmica de risco assumida. Com o aumento do peso dado a variável de risco, esse foi o primeiro índice a inclui-lo.

Um ano após o estudo de Treynor, William Sharpe também criou seu próprio índice. O chamado índice de Sharpe é bastante similar ao de Treynor, com diferença apenas no denominador da equação. Enquanto o índice de Treynor leva em consideração apenas o risco sistêmico, o de Sharpe inclui o que consideramos de risco não sistêmico. Essa combinação de riscos é medida pelo desvio padrão, e representa o risco total do investimento em questão. Pode-se perceber que o índice de Sharpe se encaixa na teoria de Markowitz. Mais precisamente, podemos destacar o *Capital*

² PRATES, Wladimir Ribeiro. **TEORIA de Markowitz (teoria da carteira) e a fronteira eficiente**. Disponível em: <<https://www.wrprates.com/teoria-de-markowitz-teoria-da-carteira-e-a-fronteira-eficiente/>>. Acesso em: 20 mar. 2019.

Asset Pricing Model (CAPM), que sugere que nenhum portfólio tenha um índice de Sharpe maior do que o de uma carteira de mercado.

Com o passar do tempo, tivemos o surgimento de índices mais complexos. Em 1997, Franco Modigliani e Leah Modigliani criaram o índice de Modigliani e Modigliani, também conhecido como M^2 . Essa medida já passa a incluir outro fator essencial na análise de investimentos, extremamente utilizada até os dias de hoje: o *benchmark*. O *benchmark* serve como uma espécie de régua, usado como uma referência de mercado em que o investidor possa constantemente comparar o desempenho de seus ativos. Com isso, o grande diferencial do M^2 é justamente esse, comparar o retorno de sua carteira com o de uma carteira *benchmark*.

Deixando a análise quantitativa de lado, irei procurar também, até certo ponto, entrar na discussão qualitativa. Esse tipo de avaliação permite ao investidor explorar temas um pouco mais subjetivos, mas que são cruciais no entendimento do mercado de fundos de investimento. Evidências empíricas nos provaram, ao longo do tempo, que fatores como a solidez da instituição, experiência dos analistas/gestores e a qualidade da administração podem influenciar, e muito, na performance final desses produtos. O ponto negativo aqui é que muitas vezes essas variáveis são muito difíceis de se mensurar.

5. MÉTODO

Inicialmente, analisaremos quatro estratégias de fundos de investimentos geridos pela *Asset* do Banco BTG Pactual. Os fundos em questão serão: BTG Pactual Absoluto FIA, BTG Pactual Absoluto Long & Short FIA, BTG Pactual Yield DI FI Referenciado Crédito Privado e BTG Pactual Discovery Fundo de Investimento Multimercado. As estratégias são, respectivamente, *Long Only*, *Long & Short*, Crédito Privado e Multimercado Multiestratégia.

Um ponto que precisa ser esclarecido é: como fundos geridos pela *Asset* do BTG podem ser usados para representar fundos de outras gestoras? Ou seja, como esses quatro fundos irão nos dar uma ideia de como o mercado de fundos de investimento reage a eleições presidenciais? Como teremos noção do que acontece como um todo? O argumento usado para enaltecer essas questões se baseará nas chamadas Políticas de Investimento.

As políticas de investimento definem onde o gestor do fundo busca alocar os recursos dos cotistas. Sempre respeitará o objetivo do fundo e as normas estabelecidas pela CVM, expressas em seu regulamento. Essas normas incluem mercados que podem ser operados, classes de ativos que podem ser investidos (e percentual do patrimônio líquido que esses ativos podem representar), limites de concentração por emissor, risco, dentre outros.

Como próprio nome sugere, os Fundos de Investimento em Ações (FIAs) são constituídos com o objetivo principal de investir no mercado acionário. Dito isso, tem sua volatilidade bastante atrelada à variação dos preços dos papéis das empresas investidas, sendo isso seu principal fator de risco. Essa classe de fundo deve ter investido no mínimo 67% de seu patrimônio líquido em ações, cotas de fundos de ações, cotas de fundos de índice de ações, Brazilian Depositary Receipts (BDR), dentre outros. Cabe mencionar também que esses fundos têm a possibilidade de incluir em seu regulamento um termo que não restrinja limites por emissor. Caso isso ocorra, o termo de adesão do fundo tem de apresentar os riscos relacionados a essa hipótese.³

Por outro lado, os Fundos de Investimento Multimercado (FIMs) possuem uma política que permite exposição ao risco em uma série de mercados e ativos diferentes. Podem investir nos

³ CVM. **Instrução CVM 555**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 25 mar. 2019.

mercados de ações, câmbio e renda fixa, por exemplo. Podem utilizar também derivativos para fins de *hedge* e para alavancagem de suas posições. Percebemos então que o gestor tem bastante flexibilidade na alocação dos recursos, mas sempre respeitando o regulamento do fundo em questão.⁴

Como expressos também em seu nome, os Fundos de Investimento Renda Fixa (FIRFs) são constituídos com objetivo principal de investir no mercado de renda fixa. No mínimo 80% de seu patrimônio líquido tem de ser alocado nesses tipos de ativo (sejam pré ou pós fixados). Dentre os ativos investidos, podemos considerar títulos emitidos pelo governo, debêntures (títulos emitidos por empresas), Certificados de Depósito Bancário (CDBs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs), entre outros. Vale ressaltar também que são fundos bem menos arrojados dos mencionados acima, podendo usar derivativos apenas para fins de proteção⁵.

Apresentadas as políticas de investimento das classes de fundos exploradas neste trabalho, cabe agora mostrar que muitas vezes fundos das mesmas classes apresentam comportamentos minimamente correlacionados. Para isso, foram selecionados dez fundos de cada estratégia analisada futuramente (*Long Only*, *Long & Short*, Crédito Privado e Multiestratégia). Os fundos escolhidos são geridos por gestoras reconhecidas e de tamanho considerável, buscando representar grade parcela do mercado. Sempre que possível, foram incluídos fundos dos chamados “bancos grandes” (Banco do Brasil, Bradesco, Santander e Itaú), já que são as maiores gestoras do país em termos de *Assets under Management* (AuM). Após a seleção, a rentabilidade acumulada de tais fundos foi calculada desde julho de 2016. O resultado será mostrado a seguir (Gráfico 11, Gráfico 12, Gráfico 13 e Gráfico 14).

⁴ CVM. **Instrução CVM 555**. Acesso em: 25 mar. 2019.

⁵ *Ibid.*, Acesso em: 25 mar. 2019.

Gráfico 11 – Retorno Acumulado – FIA Long Only



IBOVESPA	Rentab. absoluta: 92,75%	Rentab. relativa: 0,00 p.p.	Consistência: N/A
BTG PACTUAL ABSOLUTO MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES	Rentab. absoluta: 87,34%	Rentab. relativa: -5,41 p.p.	Consistência: 62,07%
SANTANDER FUNDO DE INVESTIMENTO VALOR AÇÕES	Rentab. absoluta: 114,40%	Rentab. relativa: 21,65 p.p.	Consistência: 89,45%
AZ QUEST MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES	Rentab. absoluta: 116,53%	Rentab. relativa: 23,79 p.p.	Consistência: 80,12%
SQUADRA MASTER LONG-ONLY FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES	Rentab. absoluta: 119,44%	Rentab. relativa: 26,69 p.p.	Consistência: 62,68%
DYNAMO COUGAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES	Rentab. absoluta: 64,80%	Rentab. relativa: -27,94 p.p.	Consistência: 21,30%
APEX MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES	Rentab. absoluta: 107,50%	Rentab. relativa: 14,75 p.p.	Consistência: 88,24%
XP INVESTOR 30 MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES	Rentab. absoluta: N/A	Rentab. relativa: N/A	Consistência: N/A
SPX FALCON MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES	Rentab. absoluta: 80,66%	Rentab. relativa: -12,09 p.p.	Consistência: 29,01%
MOAT CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES MASTER	Rentab. absoluta: N/A	Rentab. relativa: N/A	Consistência: N/A
BRADESCO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS	Rentab. absoluta: 103,24%	Rentab. relativa: 10,50 p.p.	Consistência: 76,47%

Fonte: *Vérios Investimentos*.

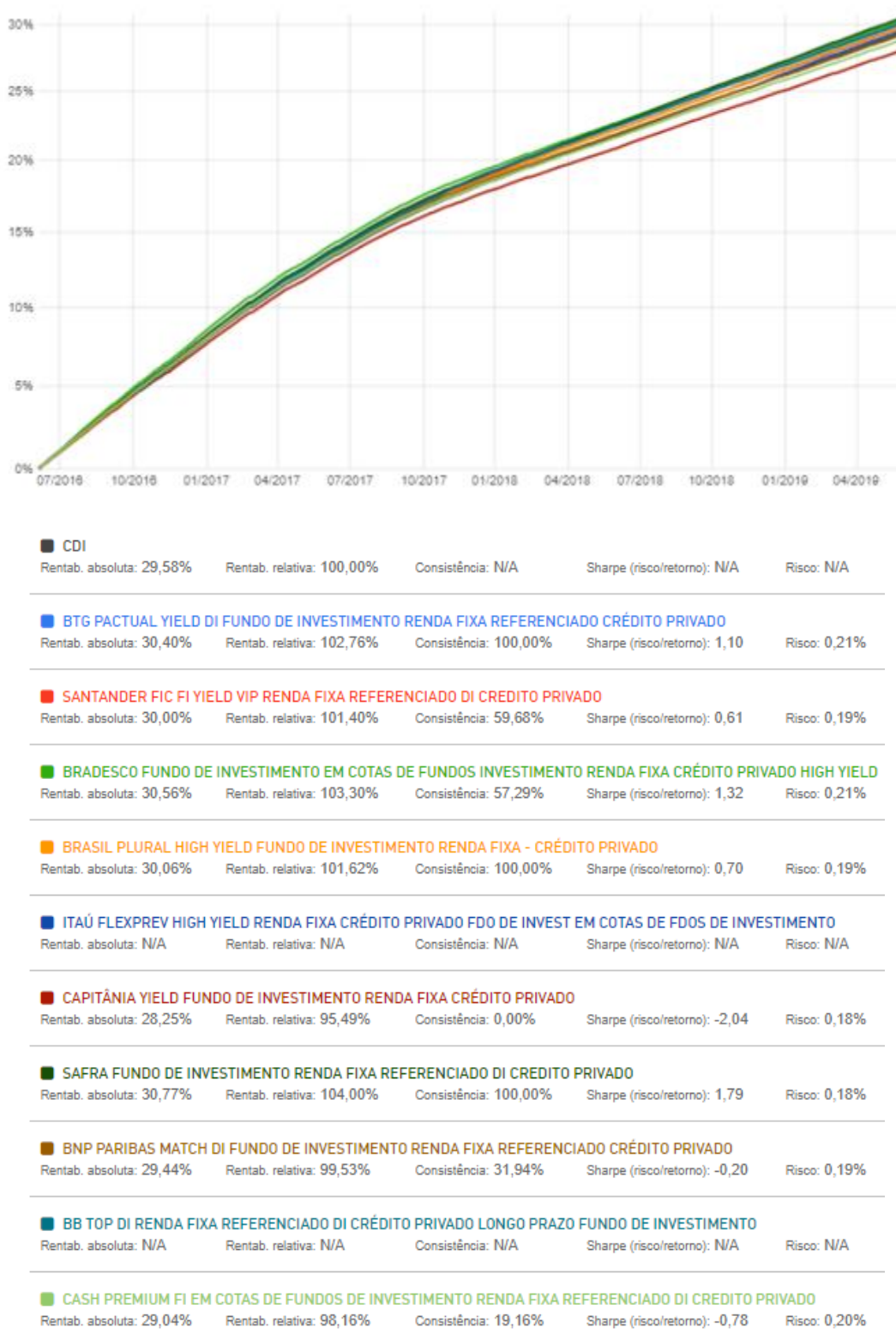
Gráfico 12 – Retorno Acumulado – FIA Long & Short



IBOVESPA	Rentab. absoluta: 92,75%	Rentab. relativa: 0,00 p.p.	Consistência: N/A	Shar
TRUXT LONG SHORT MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	Rentab. absoluta: N/A	Rentab. relativa: N/A	Consistência: N/A	Shar
NAVI LONG SHORT FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	Rentab. absoluta: 51,32%	Rentab. relativa: -41,43 p.p.	Consistência: 19,68%	Shar
IBIUNA LONG SHORT ST MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	Rentab. absoluta: 52,14%	Rentab. relativa: -40,61 p.p.	Consistência: 34,69%	Shar
CLARITAS LONG SHORT MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	Rentab. absoluta: 57,77%	Rentab. relativa: -34,98 p.p.	Consistência: 29,01%	Shar
XP LONG SHORT MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	Rentab. absoluta: 39,11%	Rentab. relativa: -53,63 p.p.	Consistência: 11,16%	Shar
SANTANDER STAR LONG & SHORT DIRECIONAL MULTIMERCADO FI	Rentab. absoluta: N/A	Rentab. relativa: N/A	Consistência: N/A	Shar
BTG PACTUAL ABSOLUTO LS MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES	Rentab. absoluta: 47,22%	Rentab. relativa: -45,53 p.p.	Consistência: 27,79%	Shar
OCCAM LONG & SHORT PLUS FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES	Rentab. absoluta: 63,54%	Rentab. relativa: -29,21 p.p.	Consistência: 34,48%	Shar
SOLANA LONG AND SHORT FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	Rentab. absoluta: 42,13%	Rentab. relativa: -50,61 p.p.	Consistência: 15,01%	Shar
WESTERN ASSET LONG & SHORT FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	Rentab. absoluta: 31,77%	Rentab. relativa: -60,98 p.p.	Consistência: 4,46%	Shar

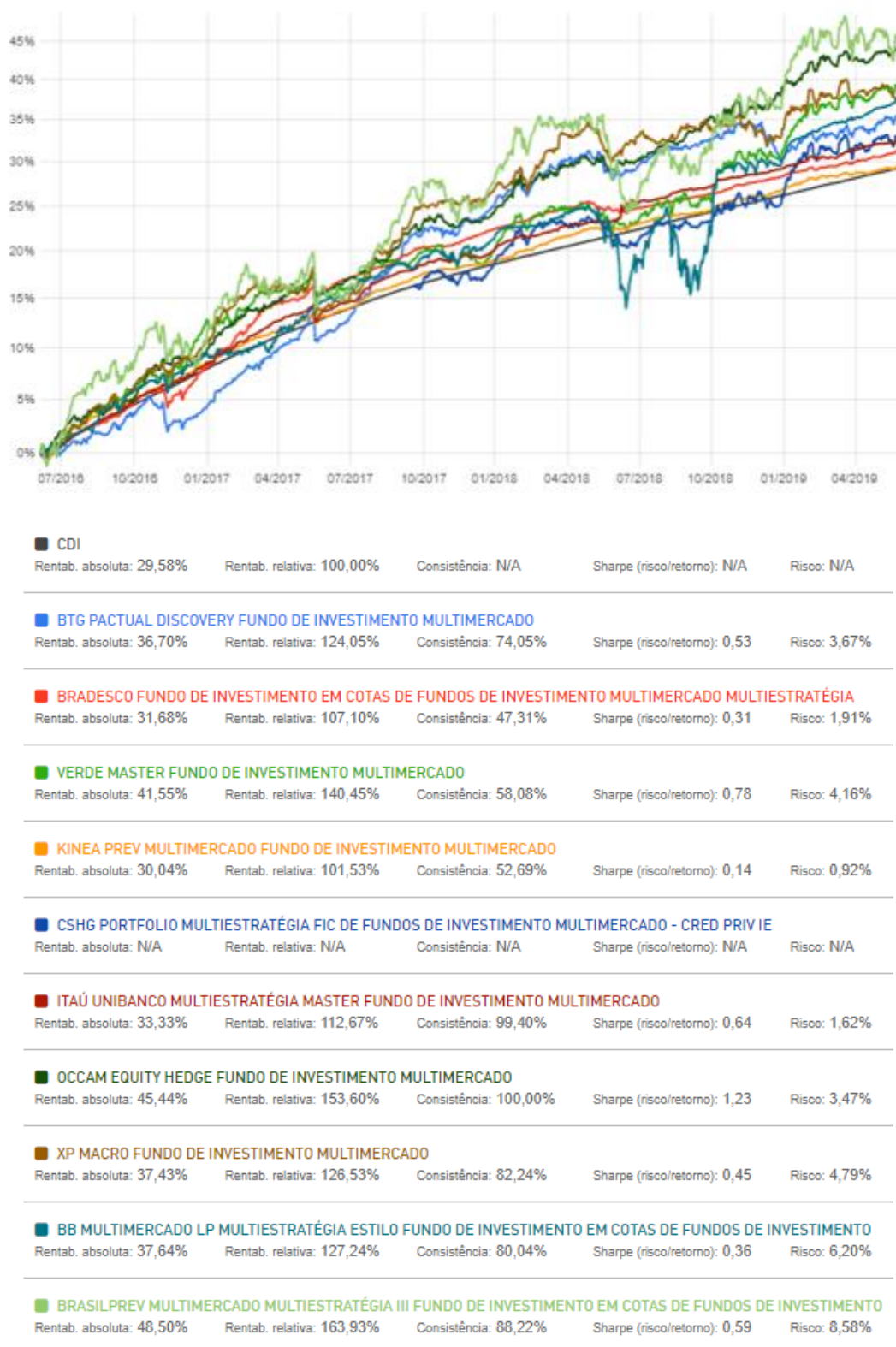
Fonte: *Vérios Investimentos*.

Gráfico 13 – Retorno Acumulado – FIRF Crédito Privado



Fonte: *Vérios Investimentos*.

Gráfico 14 – Retorno Acumulado – FIM Multiestratégia



Fonte: *Vérios Investimentos*.

Analisando os gráficos, podemos claramente perceber que as rentabilidades acumuladas das estratégias em questão convergem em uma mesma direção, justificando a seleção dos quatro fundos do BTG Pactual para análise a seguir.

As análises serão quantitativas e feitas através de índices e medidas de risco e performance em um intervalo de tempo pré-determinado. As comparações serão feitas em um intervalo de três meses pré e pós as eleições de 2014 e 2018.

O cálculo das medidas e dos índices mencionados acima requer muitos dados específicos. Alguns exemplos são: patrimônio líquido, cota, valor esperado e desvio padrão de ativos, assim como o valor esperado de retorno do *portfolio*. Com isso, o software da *Quantum Axis*⁶ foi utilizado para coleta de tais informações.

Os indicadores utilizados para avaliação serão: Retorno Acumulado e Volatilidade, Índice de Sharpe, Índice de Treynor e Índice de Modigliani e Modigliani.

É necessário destacar aqui que algumas dessas medidas exigirão o valor esperado de um ativo livre de risco. Como prática de mercado, o CDI (Certificado de Depósito Interbancário) será usado para tal. Por outro lado, outras medidas exigirão a presença de risco sistêmico ou de um *benchmark*. Baseado no racional da política de investimentos apresentada acima, o IBOVESPA será usado para os fundos BTG Pactual Absoluto FIA, BTG Pactual LS FIA e BTG Pactual Discovery FIM.

• Retorno Acumulado e Volatilidade

Um dos fatores mais importantes na análise de fundos de investimento é a relação entre risco e retorno. No caso em questão, usaremos a rentabilidade acumulada (períodos pré-determinados) para medir o retorno e a volatilidade como medida de risco.

⁶ A Quantum é uma empresa de tecnologia em finanças que atua no mercado desde 1999. Possui uma ampla base de informações financeiras (mais de 250.000 séries) atualizada constantemente com dados quantitativos e qualitativos. **Quantum**. Disponível em: <<http://www.quantumfundos.com.br/>>. Acesso em: 22 abr. 2019.

• **Índice de Sharpe**

$$IS = \{E(R_i) - E(R_f)\} / (\sigma_i)$$

Onde:

IS = Índice de Sharpe

E(R_i) = Valor esperado do retorno do Ativo

E(R_f) = Valor esperado do retorno Livre de Risco

σ_i = Desvio Padrão do Ativo

• **Índice de Treynor**

$$IT = [E(R_c) - E(R_f)] / \beta$$

Onde:

IT = Índice de Treynor

E(R_c) = Valor esperado do retorno do portfolio

E(R_f) = Valor Esperado do ativo livre de risco

β = Beta (medidor de sensibilidade do ativo)

• **Índice de Modigliani e Modigliani**

$$IMM = \sigma_j / \sigma_i (R_i - R_f) + R_f$$

Onde:

IMM = Índice de Modigliani e Modigliani

σ_j = Desvio Padrão do Benchmark

σ_i = Desvio Padrão do Ativo

R_i = Retorno do portfolio

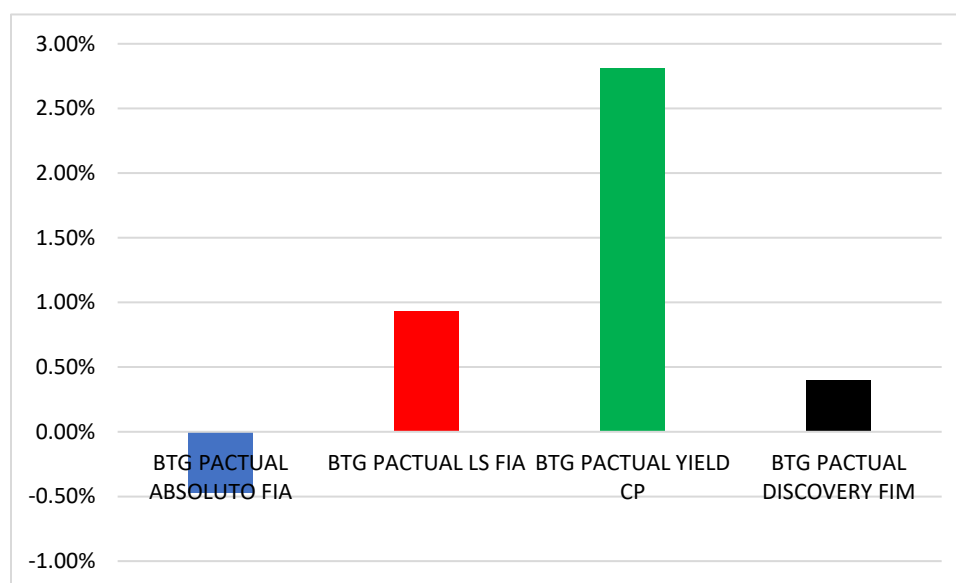
R_f = Retorno risk-free

6. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

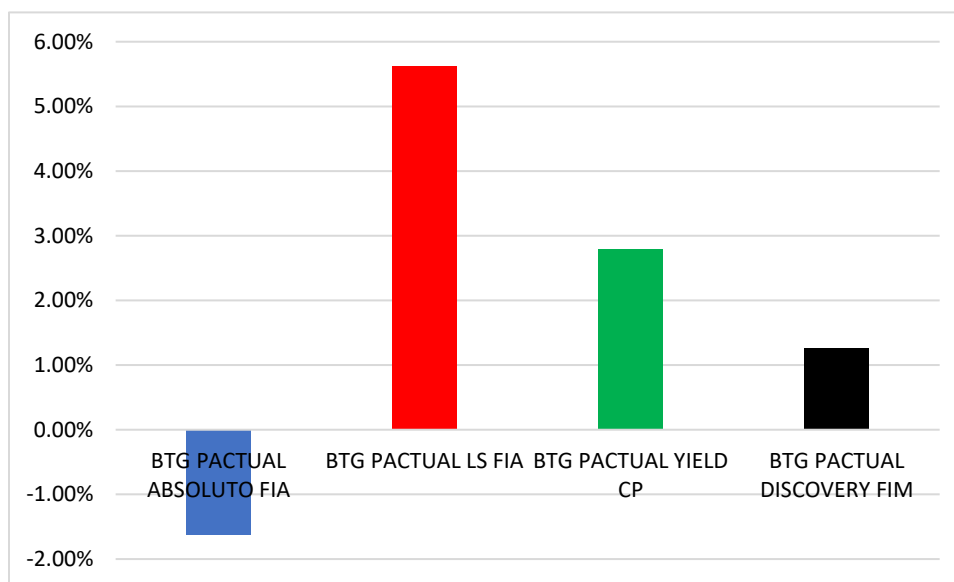
Este trabalho tem como principal objetivo mapear e entender a performance de diferentes *portfolios* e estratégias de fundos de investimento baseados em um cenário de extrema incerteza. Acredito que iremos coletar resultados expressivos através da análise de componentes principais e indicadores de risco, enfatizando aspectos relevantes e interessantes que possivelmente influenciam na performance desses produtos. Seguem resultados abaixo:

• Retorno Acumulado e Volatilidade

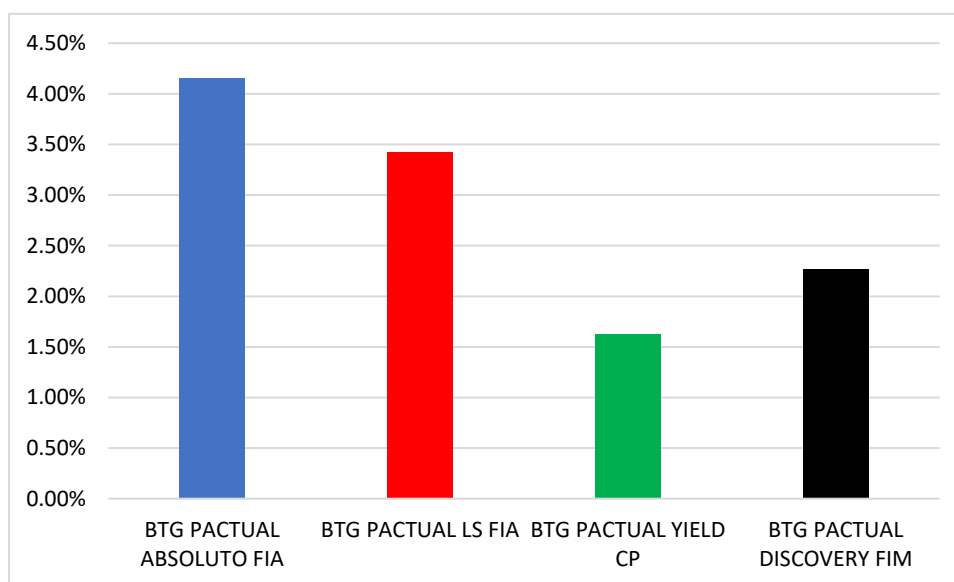
Gráfico 15 – Retorno Acumulado Trimestral - Pré Eleições 2014



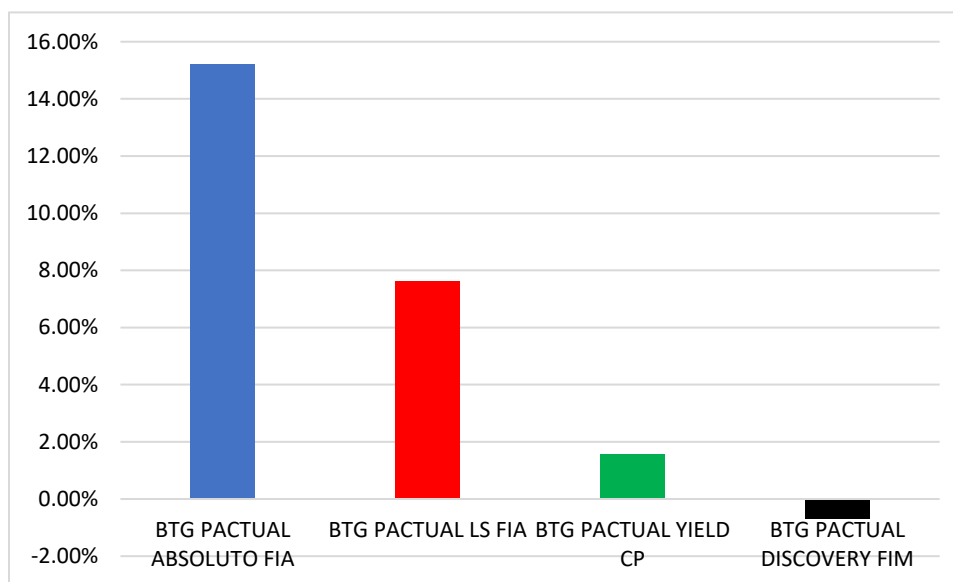
Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 16 – Retorno Acumulado Trimestral - Pós Eleições 2014.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 17 – Retorno Acumulado Trimestral - Pré Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 18 – Retorno Acumulado Trimestral - Pós Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Os Gráficos 15, 16, 17 e 18 mostram os retornos acumulados trimestrais pré e pós as eleições presidenciais no Brasil nos anos de 2014 e 2018.

O período pré-eleições é sempre mercado por extrema incerteza e diversas expectativas por parte dos agentes econômicos. Como descrito anteriormente, as eleições de 2014 foram as mais acirradas da história do país. Na época, a maioria das gestoras buscavam posições pouco arriscadas, temendo uma possível nova vitória do governo PT. Dito isso, percebemos que o BTG Pactual Absoluto FIA, o BTG Pactual LS FIA e o BTG Pactual Discovery FIM, fundos que normalmente são maiores tomadores de risco, mostraram resultados um tanto quanto inexpressivos. O retorno desses fundos variou aproximadamente entre -0,5% e +0,9%. Por outro lado, o BTG Pactual Yield CP apresentou um retorno acumulado de +2,75% no mesmo período. Esse resultado mais significativo pode ser atrelado ao alto nível da SELIC na época, que era de 11%.

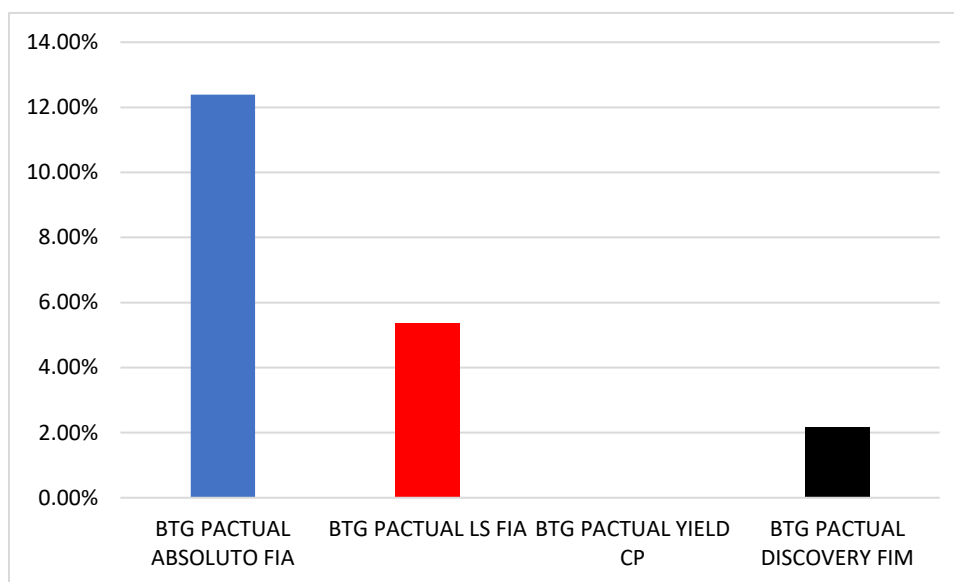
Após a vitória de Dilma Rousseff em outubro de 2014, os fundos BTG Pactual Yield CP e BTG Pactual Discovery FIM apresentaram resultados bastante parecidos com o trimestre pré-eleições. Temos uma clara piora na rentabilidade trimestral do fundo BTG Pactual Absoluto FIA (-1,5%). Nesse período, sua cota e a maioria dos ativos brasileiros sofreram um período de

desvalorização. Todos temiam o futuro do país governado mais uma vez pelo partido de esquerda. O resultado mais expressivo aqui foi a valorização de 5,7% do BTG Pactual LS FIA. Como mencionado na introdução deste trabalho, fundos *Long & Short* podem ter posições compradas ou vendidas em ações. Com isso, apostam na valorização dos ativos que estão comprados e na desvalorização dos que estão vendidos. Penso que esse retorno positivo possa ser explicado por posições *short* que o fundo tinha em certos papéis.

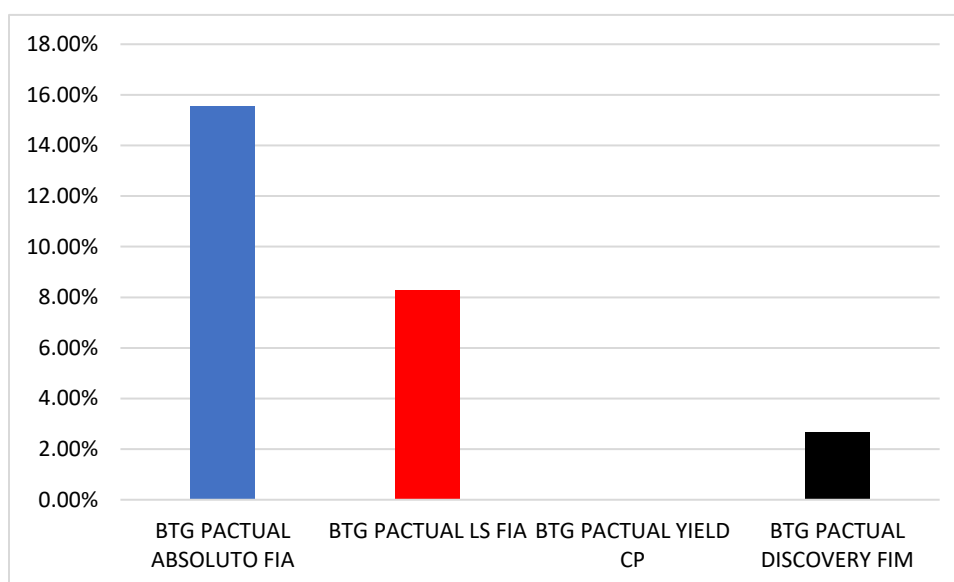
Quando chegamos as eleições de 2018, temos uma mudança significativa nesses resultados. Devido à redução da SELIC ao nível de 6,5% ao ano, menor nível da história do Brasil, o BTG Pactual Yield CP tem resultados mais tímidos quando comparado a 2014. O fundo tem rentabilidade por volta de +1,6% tanto pré quanto pós eleições.

O período pré-eleições foi marcado por algum otimismo. Após destaque em muitas pesquisas, achava-se que pela primeira em anos poderíamos ser governados por um partido de direita. Esse cenário positivo resultou numa boa performance dos fundos BTG Pactual Absoluto FIA (+4,2%), BTG Pactual LS FIA (+3,45%) e do BTG Pactual Discovery FIM (+2,3%).

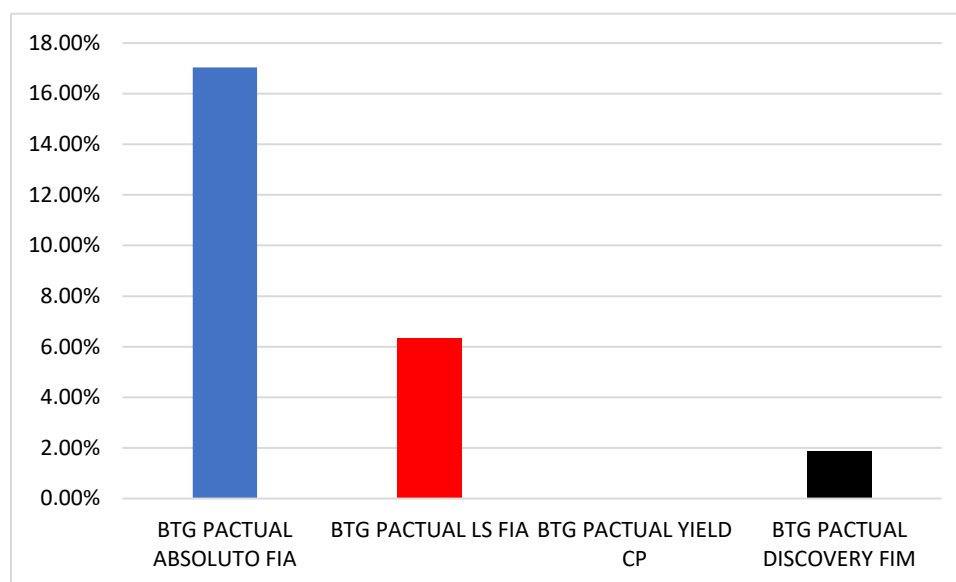
A vitória do Partido Social Liberal foi então concretizada quando Jair Bolsonaro vence Fernando Haddad no segundo turno das eleições. Muitos já haviam precificado essa vitória, mas, mesmo assim, o mercado reagiu de forma muito positiva. O BTG Pactual Discovery FIM foi o único fundo analisado que destoou, tendo prejuízo de aproximadamente 0,7%. Dentre os positivos, o BTG Pactual LS FIA rendeu 8%. Além disso, tivemos uma performance excelente do fundo BTG Pactual Absoluto FIA, rendendo surpreendentes 16% em três meses. O cenário era de confiança e otimismo por parte dos investidores em geral.

Gráfico 19 – Volatilidade Trimestral - Pré Eleições 2014.

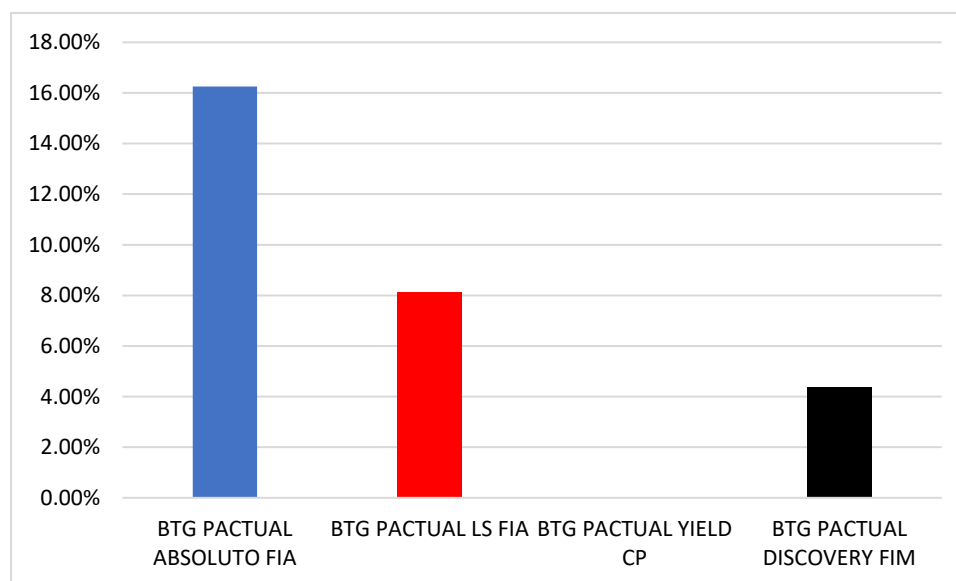
Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 20 – Volatilidade Trimestral - Pós Eleições 2014.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 21 – Volatilidade Trimestral - Pré Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 22 – Volatilidade Trimestral - Pós Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

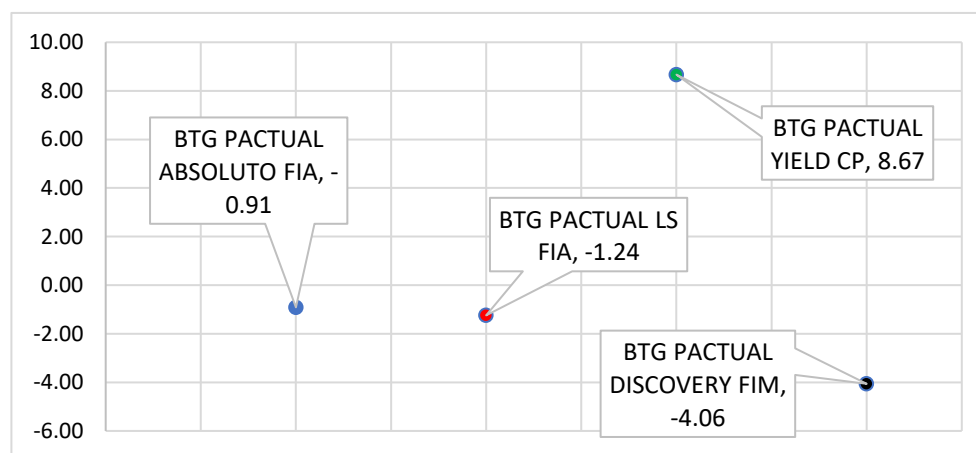
Quando chegamos a análise da volatilidade, a tendência é bem mais clara. Analisando os Gráficos 19, 20, 21 e 22 podemos concluir que vale desconsiderar a volatilidade do fundo BTG Pactual Yield CP. Por ser um fundo DI, o fundo pouco se dispersa ao longo do tempo, tendo sua medida por volta 0% nos períodos pré e pós eleições de 2014 e 2018.

Percebemos então uma volatilidade bem mais considerável nos fundos multimercado e de ações. O BTG Pactual Discovery FIM e o BTG Pactual LS FIA oscilaram aproximadamente nas mesmas bandas tanto pré e pós eleições de ambos os anos em questão. Variaram entre 2% - 4% e 5,8% - 8%, respectivamente. Esse resultado pode ser considerado um tanto quanto esperado dadas políticas de investimento, portfolio e exposição ao risco que esses fundos possuem.

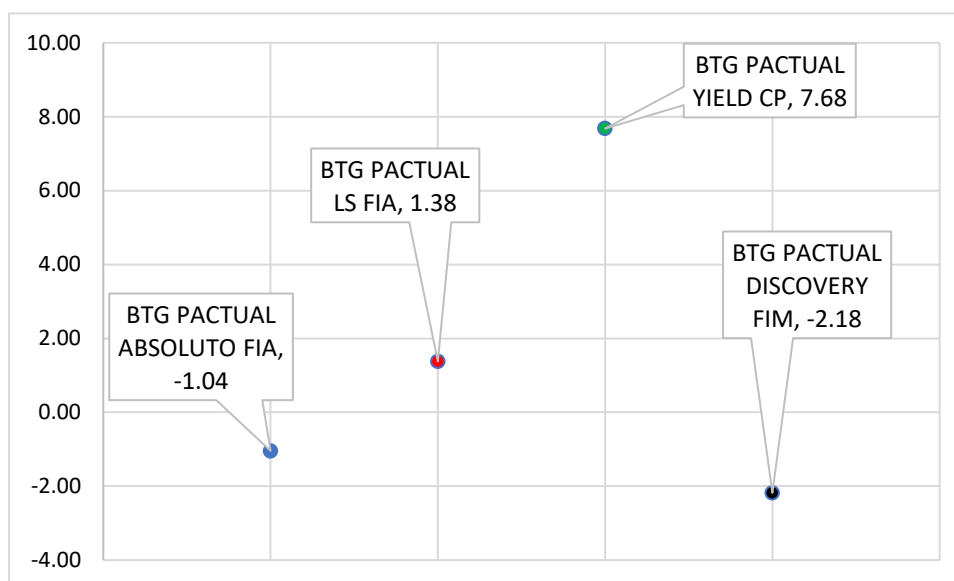
O que chama atenção agora é a volatilidade do BTG Pactual Absoluto FIA. Por ser um fundo de ações e *Long Only*, esse fundo tem de ter pelo menos 67% de seu patrimônio líquido comprado em papéis ou em ativos do tipo. Vale ressaltar também que esse fundo tem de operar em posições apenas *Long*. Tais fatos fazem com que esse instrumento financeiro esteja mais exposto a variação nos preços dos papéis em que está comprado, o que é claramente representado pelo alto nível de “vol” presente. O Absoluto FIA teve volatilidade variando dos incríveis 12,2% pré eleições 2014, 15,8% pós eleições 2014, 17,2% pré eleições 2018 e 16,1% pós eleições 2018.

• Índice de Sharpe

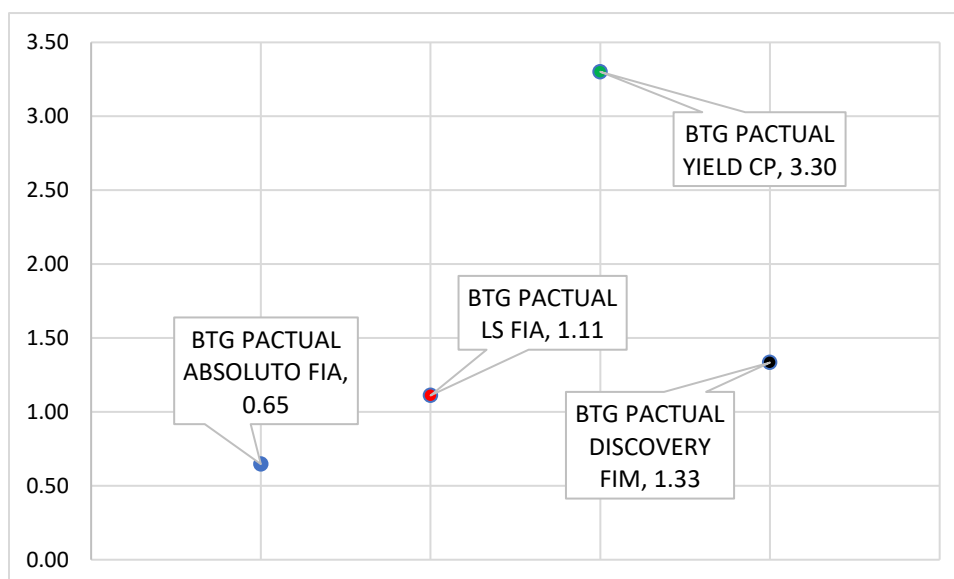
Gráfico 23 – Índice de Sharpe Trimestral - Pré Eleições 2014.



Fonte: *Quantum Axis*.

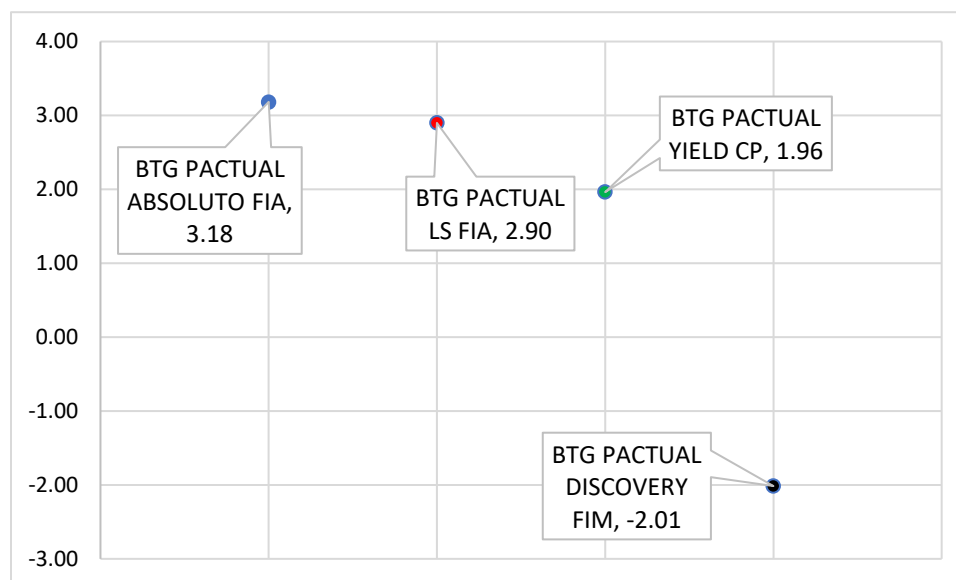
Gráfico 24 – Índice de Sharpe Trimestral - Pós Eleições 2014.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 25 – Índice de Sharpe Trimestral - Pré Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 26 – Índice de Sharpe Trimestral - Pós Eleições 2018.



Fonte: *Quantum Axis*.

Os Gráficos 23, 24, 25 e 26 mostram o Índice de Sharpe trimestral dos fundos estudados pré e pós eleições de 2014 e 2018. Esse índice tem como objetivo mensurar o quão mais uma carteira rendeu quando comparada a um ativo *risk-free*, dado um período de risco assumido, medido pela volatilidade.

De maneira simples e direta:

O racional é: se eu tenho, por exemplo, o CDI como ativo livre de risco de referência, então para superá-lo eu preciso correr mais risco do que a volatilidade do próprio CDI. E o índice sharpe vai me dizer justamente isso: quanto de retorno eu tive pelo risco adicional que eu corri, considerando como risco, a volatilidade⁷.

Podemos concluir então que quanto maior for o Índice de Sharpe, melhor. Isso por que o numerador em questão – retorno acima do mercado – será alto ou o denominador – risco – será baixo. Ou seja, melhor será a relação risco versus retorno. É necessário destacar também que nem

⁷ BONA, André. **Compreenda o índice sharpe**. Disponível em: <<https://andrebona.com.br/indice-sharpe/>>. Acesso em: 30 mai. 2019.

sempre esse índice é positivo. É possível calcularmos um Índice de Sharpe negativo. Nesses casos, a conclusão é que o investimento mais vantajoso seria aquele livre de risco.

O BTG Pactual Yield CP apresentou um Índice de Sharpe positivo tanto pré quanto pós eleições de 2014 e 2018. Em 2014, os níveis foram altíssimos: 8,67 pré-eleições e 7,68 no pós. Já em 2018, os níveis foram mais moderados: 3,30 no pré-eleições e 1,96 no pós. Como apresentado anteriormente, esses resultados consideráveis podem ser atrelados a volatilidade praticamente nula desse fundo, fazendo com que o denominador da equação seja mínimo. Deve-se ressaltar também que a diferença na magnitude do índice em 2014 quando comparado a 2018 pode ser explicado pela diferença nos níveis da SELIC, fato determinante nos retornos desse fundo.

Quando chegamos a análise dos outros fundos em questão, percebemos cenários distintos quando comparamos o ano de 2014 e 2018.

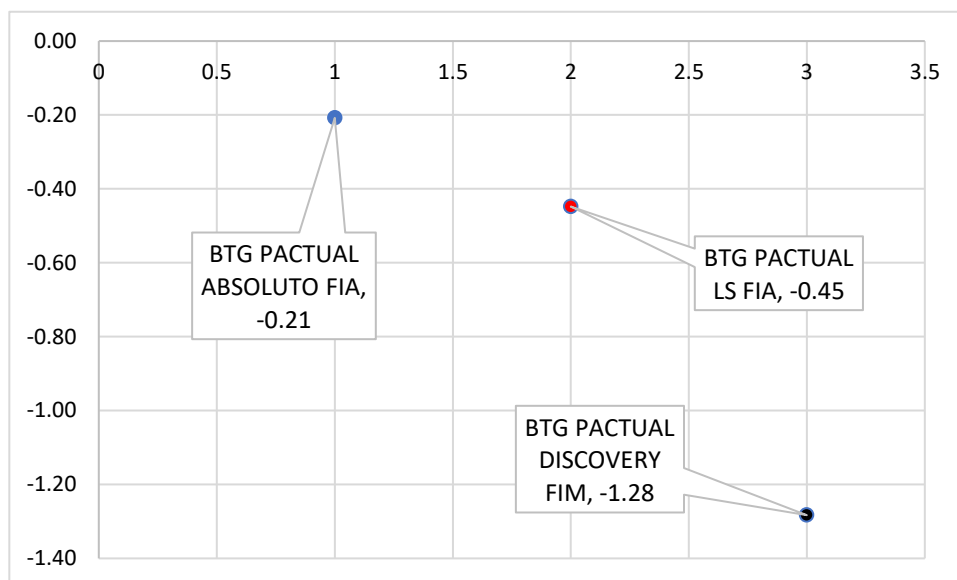
Em 2014, o único fundo que apresentou um Índice de Sharpe positivo foi o BTG Pactual LS FIA (1,38). Isso se deu no trimestre após as eleições. Todas as outras medidas foram negativas tanto para o período pré quanto pós as eleições presidenciais. Ou seja, o índice mostra que seria mais vantajoso o investidor optar por um ativo *risk-free* na época. Isso pode ser explicado pela pobre performance desses ativos no período combinado com uma volatilidade considerável. Por outro lado, o Sharpe positivo do fundo LS FIA pode ser explicado pelas posições vendidas que esse fundo tinha após a vitória de Dilma Rousseff, o que fez com que performasse acima da média (retorno de 5,7%).

Já em 2018, temos uma mudança clara mudança nesses resultados. No período pré-eleições, há uma boa performance dos fundos BTG Pactual Absoluto FIA, BTG Pactual LS FIA e BTG Pactual Discovery FIM. Essa boa performance foi acompanhada da volatilidade típica de um período pré-eleitoral, fazendo com que os fundos tivessem um Índice de Sharpe positivo, mas menor do que no pós eleições. Os resultados colhidos foram respectivamente: 0,65, 1,11 e 1,33.

Após vitória do Partido Social Liberal, os fundos de ações tiveram uma volatilidade dentro do esperado, mas com um retorno bem mais expressivo. Isso acabou resultando em um Índice de Sharpe positivo e considerável tanto para o BTG Pactual Absoluto FIA (3,18) quanto para o BTG Pactual LS FIA (2,90). O destaque negativo foi o BTG Pactual Discovery FIM, que além da volatilidade, apresentou um retorno negativo e conseqüentemente um Sharpe bem menor que zero (-2,01).

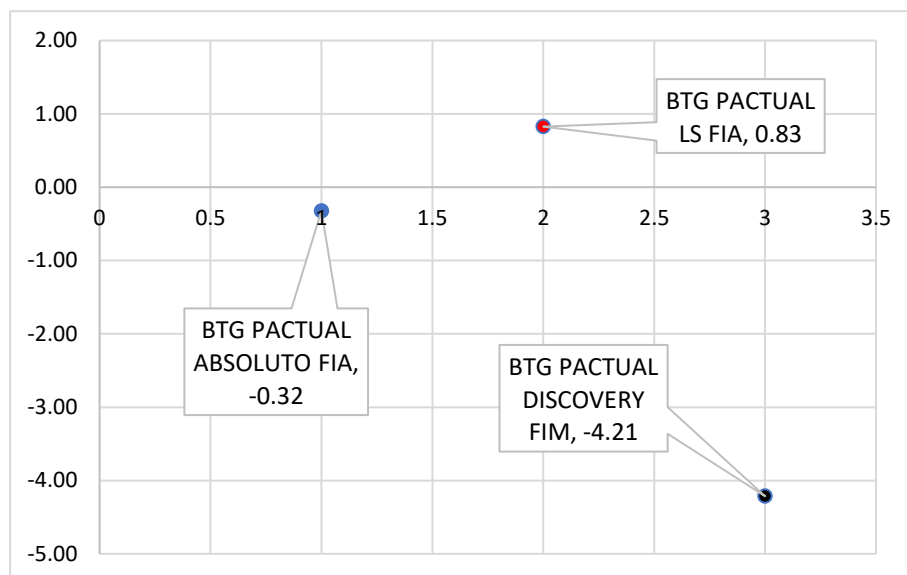
• Índice de Treynor

Gráfico 27 – Índice de Treynor Trimestral - Pré Eleições 2014.

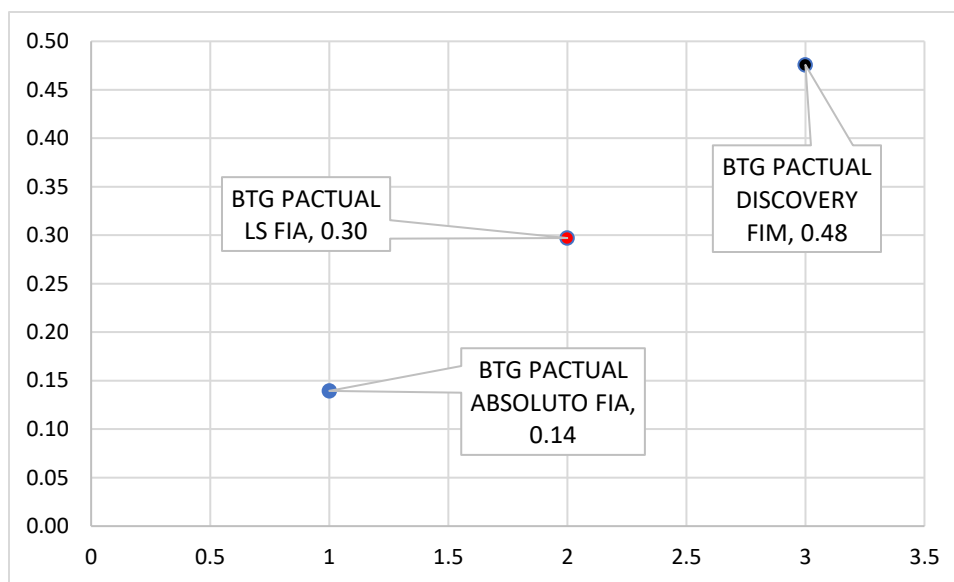


Fonte: *Quantum Axis*.

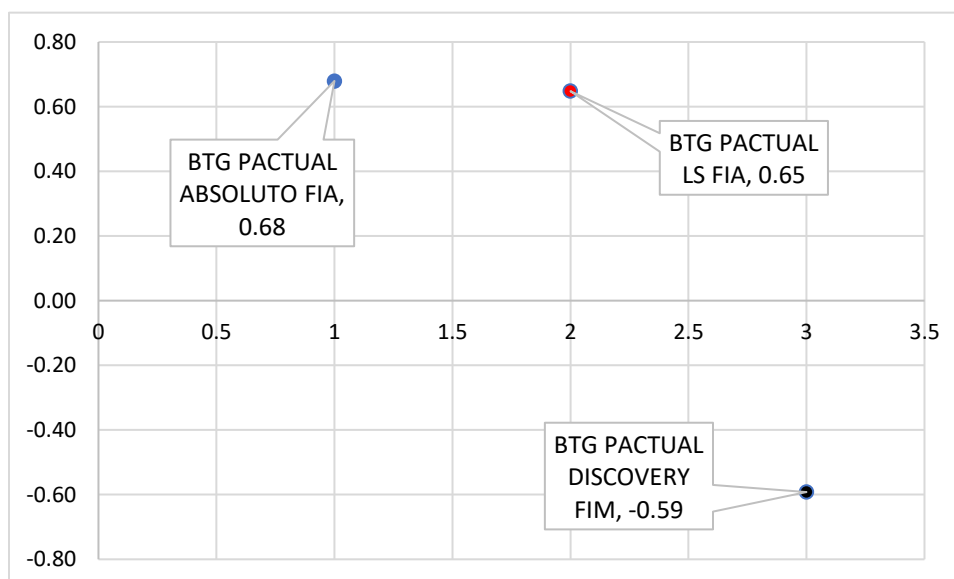
Gráfico 28 – Índice de Treynor Trimestral - Pós Eleições 2014.



Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 29 – Índice de Treynor Trimestral - Pré Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 30 – Índice de Treynor Trimestral - Pós Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Continuando a análise das medidas de risco e performance, chegamos aos gráficos 27, 28, 29 e 30. Esses gráficos mostram o Índice de Treynor trimestral dos fundos estudados pré e pós eleições de 2014 e 2018. Esse índice é bastante parecido com o Sharpe calculado anteriormente, pois tem como objetivo mensurar o quão mais uma carteira rendeu quando comparada a um ativo *risk-free*, dado um período de risco assumido, que é dessa vez medido pelo índice beta (β) ao em vez da volatilidade. O β compara o risco de investir em um ativo quando comparado ao mercado como um todo. Portanto, o que mediremos agora é a relação entre risco sistêmico e retorno.

É importante destacar que o fundo BTG Pactual Yield CP não será incluso nessa análise, pois não considero que o mesmo esteja exposto a um risco sistêmico.

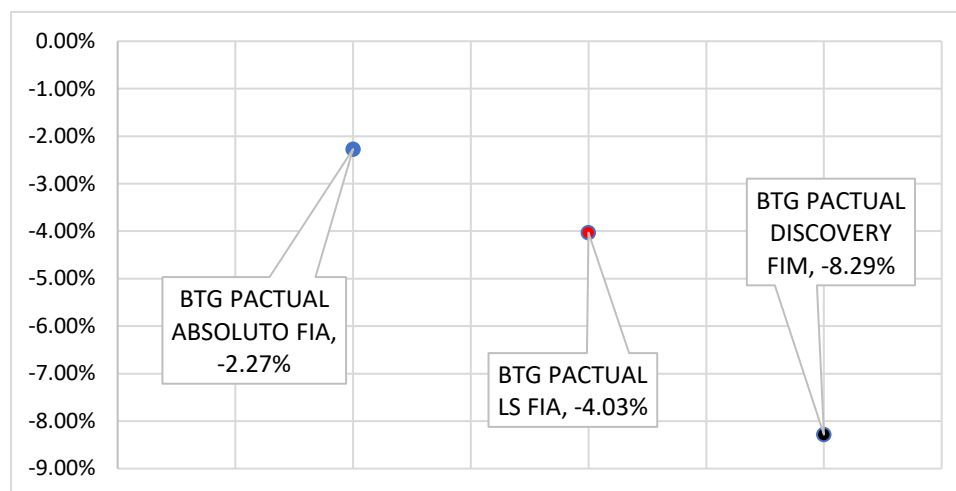
Assim como na análise do Índice de Sharpe, o único fundo que apresentou um Índice de Treynor positivo em 2014 foi o BTG Pactual LS FIA (0,83). Isso também se deu no trimestre após as eleições. Todas as outras medidas foram negativas tanto para o período pré quanto pós as eleições presidenciais. Isso significa, ao pé da letra, que segundo Jack L. Treynor, não valeria a pena investir nesses ativos nessa época. Assim como apresentado anteriormente, o Treynor positivo do fundo LS FIA pode ser explicado pelas posições vendidas que esse fundo tinha após a vitória do PT, o que fez com que tivesse uma rentabilidade considerável.

Temos novamente uma mudança clara nesses resultados quando chegamos ao ano de 2018. No período pré-eleições, há uma performance positiva dos fundos Absoluto FIA, LS FIA e Discovery FIM. Essa performance positiva gerou um Índice de Treynor positivo. Os resultados colhidos foram respectivamente: 0,14, 0,30 e 0,48. O índice mais relevante foi do fundo multiestratégia, pois foi o que apresentou menor beta.

Os resultados dos fundos *Long Only* e *Long & Short* tornam-se mais relevantes após a vitória do atual presidente Jair Bolsonaro. Temos uma melhora no retorno de ambos, fazendo com que seus Índices de Treynor também melhorem. Os índices na época foram 0,68 para o BTG Pactual Absoluto FIA e 0,65 para o BTG Pactual LS FIA. O prejuízo do fundo multimercado fez com que tivesse um índice negativo na época (-0,59).

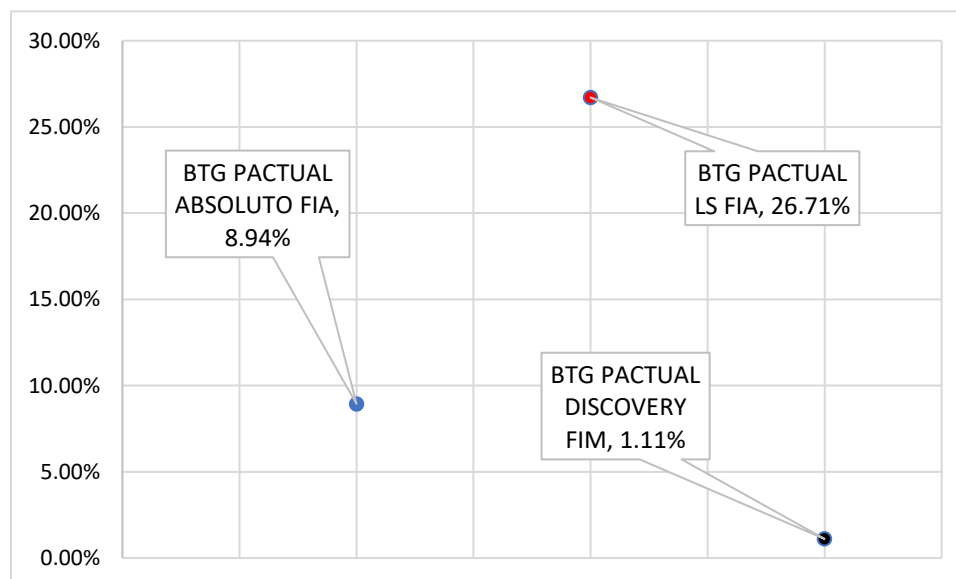
• Índice de Modigliani e Modigliani

Gráfico 31 – Índice de Modigliani Trimestral - Pré Eleições 2014.

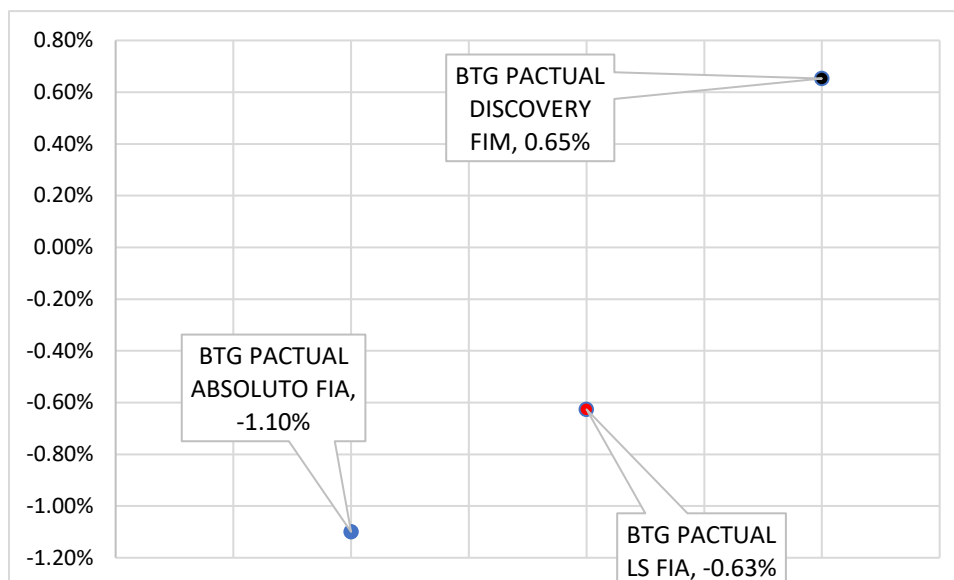


Fonte: *Quantum Axis*.

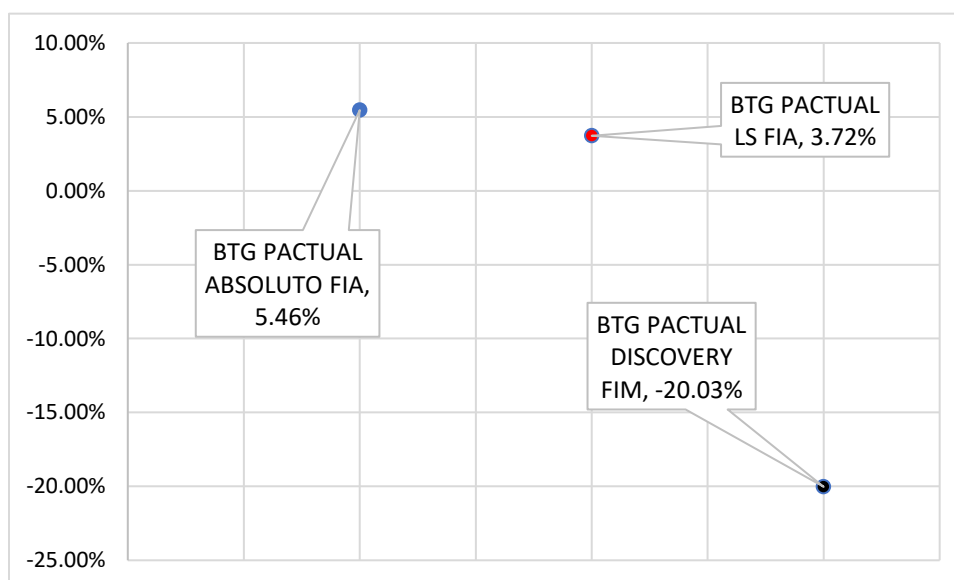
Gráfico 32 – Índice de Modigliani Trimestral - Pós Eleições 2014.



Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 33 – Índice de Modigliani Trimestral - Pré Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Gráfico 34 – Índice de Modigliani Trimestral - Pós Eleições 2018.

Fonte: *Quantum Axis*.

Quando chegamos a análise dos gráficos 31, 32, 33 e 34, nos deparamos com o Índice de Modigliani e Modigliani, também conhecido como M^2 . Esse índice é o mais moderno e complexo dos índices apresentados até agora, pois apresenta o conceito de *benchmark*. O M^2 assume uma mesma volatilidade para comparar os retornos do fundo com uma carteira com um mesmo risco de mercado (conceito de *benchmark*). Com isso, mostra a diferença no retorno em termos percentuais (%) de ambas carteiras.

“Outra interessante definição do Índice M^2 : o indicador mostra o quanto o fundo ganharia ou perderia se realmente se propusesse a seguir o seu mandato (ou seja, acompanhar o desvio-padrão do benchmark)”⁸.

Como mencionado anteriormente, o IBOVESPA será usado como benchmark para os fundos BTG Pactual Absoluto FIA, BTG Pactual LS FIA e BTG Pactual Discovery FIM. Além disso, o fundo BTG Pactual Yield CP não será incluso nessa análise. Isso se dá pois o CDI seria considerado como seu benchmark. Mas, essa taxa já está sendo usada em todos os cálculos como o ativo risk-free, fazendo com que o cálculo não fizesse sentido.

Olhando para o período antes das eleições presidências de 2014, percebemos que todos os fundos com benchmark IBOVESPA estariam perdendo caso realmente se propusessem a acompanhar o desvio padrão do principal índice acionário da bolsa brasileira. O Absoluto FIA estaria perdendo -2,27%, enquanto o LS FIA perderia -4,03% e o Discovery FIM -8,29%.

Após a eleição de Dilma Rousseff, temos uma mudança brusca nesses resultados. Todos os fundos em questão passam a apresentar um Índice de Modigliani positivo. O Absoluto FIA apresentou um índice de 8,94%, enquanto o Discovery FIM 1,11% e o LS FIA incríveis 26,71%. O ótimo desempenho do LS FIA pode ser atribuído ao seu retorno de 5,7% junto a uma queda de 13% do IBOVESPA, como mostra o gráfico abaixo.

⁸ **Canepa Asset Brasil**. Disponível em: <<http://canepabrasil.com.br/wp-content/uploads/2018/01/CanepaFlashJan2018.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2019.

Gráfico 35 – Retorno Acumulado do IBOVESPA: Trimestre Pré-Eleições 2014.



Fonte: Bloomberg.

Os resultados pré-eleições de 2018 não chamam muita atenção quando comparados ao período após a vitória do PSL. No trimestre após as eleições, o BTG Pactual Absoluto FIA e o BTG Pactual LS FIA apresentaram um Modigliani positivo. Foram eles respectivamente 5,46% e 3,72%. O resultado mais expressivo foi do BTG Pactual Discovery FIM, que apresentou um Modigliani extremamente negativo, de -20,03%. Esse resultado pode ser atribuído a um retorno negativo (-0,7%) do fundo junto a um desempenho extremamente positivo (+10,6%) do IBOVESPA, como mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 36 – Retorno Acumulado do IBOVESPA: Trimestre Pós-Eleições 2018.



Fonte: Bloomberg.

7. CONCLUSÃO

Após a análise das medidas de risco e performance, cabe concluirmos este trabalho procurando definir um padrão e comparando os dados apresentados para os anos de 2014 e 2018. Além disso, a ideia aqui também será definir o porquê desses acontecimentos, muito baseado no cenário político e econômico para os dois anos em questão.

Vale ressaltar que a apresentação dos dados dos fundos BTG Pactual Absoluto FIA, BTG Pactual LS FIA, BTG Pactual Discovery FIM e BTG Pactual Yield CP nos deu uma noção muito clara de como o mercado reagiu à reeleição da ex-presidente Dilma Rousseff e da eleição do atual presidente Jair Bolsonaro: formas opostas. Tanto pré quanto pós-eleições, os fundos apresentaram um melhor retorno e melhores medidas de risco em 2018 quando comparados a 2014. Mas por que os cenários foram tão opostos? Por que investidores reagiram de uma forma mais positiva a eleição do candidato do PSL?

Primeiramente, é de extrema importância destacar que a figura do governo petista trazia um receio enorme para agentes econômicos. O agravamento das contas públicas, um dos grandes responsáveis pela crise econômica na época, estava diretamente ligado à maneira que o PT geria certas políticas implementadas. Analistas e operadores consideravam que os antigos governos tinham sido muito irresponsáveis com o orçamento do Brasil, nos deixando em uma situação fiscal extremamente vulnerável. Isso foi um dos motivos para o mercado encarar com aversão a nova vitória de Dilma Rousseff.

Outra grande crítica sempre existente ao governo PT foi à excessiva intervenção nas empresas estatais. Isso se deu em ambos os governos Lula, e tinha se dado no primeiro governo Dilma. Tal fato trazia insatisfações para investidores em geral, já que consideravam ineficientes as formas de gestão implementadas. Com a permanência de Dilma no cargo, pensavam que pouco iria mudar. Em uma entrevista à Reuters, um gestor de recursos do Rio de Janeiro, que pediu para não ser identificado, disse:

*"Se Dilma optar por um caminho diferente, pode conseguir acalmar o mercado. Caso insista em nomes que não são bem aceitos pelo mercado, teremos mais quatro anos extremamente ruins na economia. No primeiro momento, o mercado não irá dar o benefício da dívida a ela."*⁹.

No mesmo artigo, um outro economista também não identificado expressa sua dúvida e seu receio com a reeleição de Dilma:

Ela terá de pensar na estabilidade institucional, e não poderá errar, como vem errando até agora. E isso por puro pragmatismo político. Em outras palavras, fazer as pazes com os agentes financeiros é fundamental para que ela possa governar bem nos próximos quatro anos, para não gerar problemas para o Brasil, assim como para o próprio PT. Mais desgastes inviabilizariam eleições petistas em 2016 e 2018¹⁰.

Além disso, pode-se destacar também algumas outras críticas, como: o aumento do nível de corrupção, a posição de isolamento comercial do Brasil com muitos mercados mundo a fora e um atraso inenarrável do processo de reformas necessárias. Todos esses motivos foram fatores cruciais para o resultado negativo dos fundos de investimento no trimestre pré e trimestre pós as eleições presidenciais brasileiras em 2014.

Quando chegamos ao ano de 2018, temos uma clara melhora no retorno dos fundos analisados, assim como uma relação mais favorável em termos de risco versus retorno. Tanto pré quanto pós as eleições, os resultados são mais atraentes do que quando comparados ao ano de 2014. Mas o que pode explicar essa melhora nos retornos dos ativos? Até que ponto os agentes econômicos enxergavam e passaram a enxergar a vitória do PSL como um resultado positivo para o mercado de fundos brasileiro?

Segundo Alessandra Ribeiro, a vitória do candidato do Partido Social Liberal, Jair Bolsonaro, serviu como *"música para os ouvidos do mercado financeiro"*¹¹. Isso por que, conforme diz o nome de seu partido, assumiu com promessas um tanto quanto liberais quando comparadas aos antigos governos. Promessas essas que incluíam, por exemplo, a tão necessária Reforma Previdenciária e Tributária. Além das reformas, o novo governo assumiu com um

⁹ BOVESPA reage à reeleição de Dilma com forte queda. G1. **Economia**. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2014/10/bovespa-reage-reeleicao-de-dilma-com-queda.html>>. Acesso em: 18 jun. 2019.

¹⁰ Ibid., Acesso em: 18 jun. 2019.

¹¹ FAGUNDEZ, Ingrid. **Por que Bolsonaro faz a Bolsa subir?** Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2018/10/por-que-bolsonaro-faz-bolsa-subir.html>>. Acesso em: 20 jun. 2019.

discurso de menor intervenção estatal na economia, menor presença do Estado (dada por diversas formas, como a diminuição no número de Ministérios) e a ideia de privatizar tudo o que possível. Essa busca Liberal pode ser claramente representada pelo trecho abaixo, apresentado no Plano de Governo do atual presidente:

As economias de mercado são historicamente o maior instrumento de geração de renda, emprego, prosperidade e inclusão social. Graças ao Liberalismo, bilhões de pessoas estão sendo salvas da miséria em todo o mundo.

Mesmo assim, o Brasil NUNCA adotou em sua História Republicana os princípios liberais. Ideias obscuras, como o dirigismo, resultaram em inflação, recessão, desemprego e corrupção.

O Liberalismo reduz a inflação, baixa os juros, eleva a confiança e os investimentos, gera crescimento, emprego e oportunidades.

Corruptos e populistas nos legaram um déficit primário elevado, uma situação fiscal explosiva, com baixo crescimento e elevado desemprego. Precisamos atingir um superávit primário já em 2020.

Nossa estratégia será adotar as mesmas ações que funcionam nos países com crescimento, emprego, baixa inflação, renda para os trabalhadores e oportunidades para todos¹².

Podemos considerar também a figura de Paulo Guedes, atual Ministro da Economia, como fundamental no otimismo presente no mercado brasileiro. Guedes é e sempre foi conhecido pelo seu caráter liberal e pela sua competência, sendo figura importantíssima em alguns bancos e gestoras de recursos no Brasil como: BTG Pactual, JGP e Bozano. Celina Martins Ramalho, professora de Macroeconomia na Fundação Getúlio Vargas, apresenta um pouco do ministro em trecho abaixo:

"Ele vem da escola de Chicago, a economia mais ortodoxa para o modelo capitalista. A iniciativa privada é motivada por isso. E a prática dele é no mercado de capitais. Ele é um grande especialista no assunto"¹³.

Com isso, o governo de Jair Bolsonaro, atuando muito em função de Paulo Guedes, acabara apresentando propostas consideradas um tanto quanto interessantes pelo mercado financeiro. Veja algumas delas abaixo:

¹² PLANO de Governo Jair Bolsonaro. **Site Flávio Bolsonaro**. Disponível em: <https://flaviobolsonaro.com/PLANO_DE_GOVERNO_JAIR_BOLSONARO_2018.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2019.

¹³ FAGUNDEZ, **Por que Bolsonaro faz a Bolsa subir?** Acesso em: 20 jun. 2019.

- “Reduzir a carga tributária. Para isso, diz que pretende atrair “*dinheiro novo*” no Brasil, com a exploração de recursos minerais, estímulo ao turismo e aumento da segurança pública;
- Simplificar e unificar tributos federais;
- Cortar despesas e "privatizar aceleradamente";
- Capitalizar a Previdência;
- Aprofundar integração com países *latino-americanos*”¹⁴.

Essas propostas em conjunto com as ideias apresentadas foram cruciais para a resposta positiva do setor de fundos de investimento no Brasil, como apresentado nos dados anteriores.

¹⁴ PROPOSTAS dos presidenciais. **Valor Econômico**. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/eleicoes-2018/propostas/candidato/5>>. Acesso em: 20 jun. 2019.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA. **Cartilha de classificação de fundos**. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BONA, André. **Compreenda o índice sharpe**. Disponível em: <<https://andrebona.com.br/indice-sharpe/>>. Acesso em: 30 mai. 2019.

BOVESPA reage à reeleição de Dilma com forte queda. G1. **Economia**. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2014/10/bovespa-reage-reeleicao-de-dilma-com-queda.html>>. Acesso em: 18 jun. 2019.

Canepa Asset Brasil. Disponível em: <<http://canepabrasil.com.br/wp-content/uploads/2018/01/CanepaFlashJan2018.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2019.

CVM. **Instrução CVM 555**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 25 mar. 2019.

CVM. **Portal do investidor**. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/classificacao.html>. Acesso em: 15 fev. 2019.

DUARTE, Antonio. **Gestão de Risco**. Ed: PEARSON, 2005.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. **Modern portfolio theory and investment analysis**. 5ª ed. New York: John Wiley & Sons, 1995.

FAGUNDEZ, Ingrid. **Por que Bolsonaro faz a Bolsa subir?** Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2018/10/por-que-bolsonaro-faz-bolsa-subir.html>>. Acesso em: 20 jun. 2019.

PLANO de Governo Jair Bolsonaro. **Site Flávio Bolsonaro**. Plano de Governo Jair Bolsonaro. Disponível em: <https://flaviobolsonaro.com/PLANO_DE_GOVERNO_JAIR_BOLSONARO_2018.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2019.

PRATES, Wladimir Ribeiro. **TEORIA de Markowitz (teoria da carteira) e a fronteira eficiente**. Disponível em: <<https://www.wrprates.com/teoria-de-markowitz-teoria-da-carteira-e-a-fronteira-eficiente/>>. Acesso em: 20 mar. 2019.

PROPOSTAS dos presidenciais. **Valor Econômico**. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/eleicoes-2018/propostas/candidato/5>>. Acesso em: 20 jun. 2019.

Quantum. Disponível em: <<http://www.quantumfundos.com.br/>>. Acesso em: 22 abr. 2019.

SIMONESEN, R. et al., **Conjuntura Economica**. v. 54 nº 2, 2000.