

Estudo sobre gestão ativa e passiva



UM ESTUDO SOBRE GESTÃO PASSIVA X ATIVA DE AÇÕES

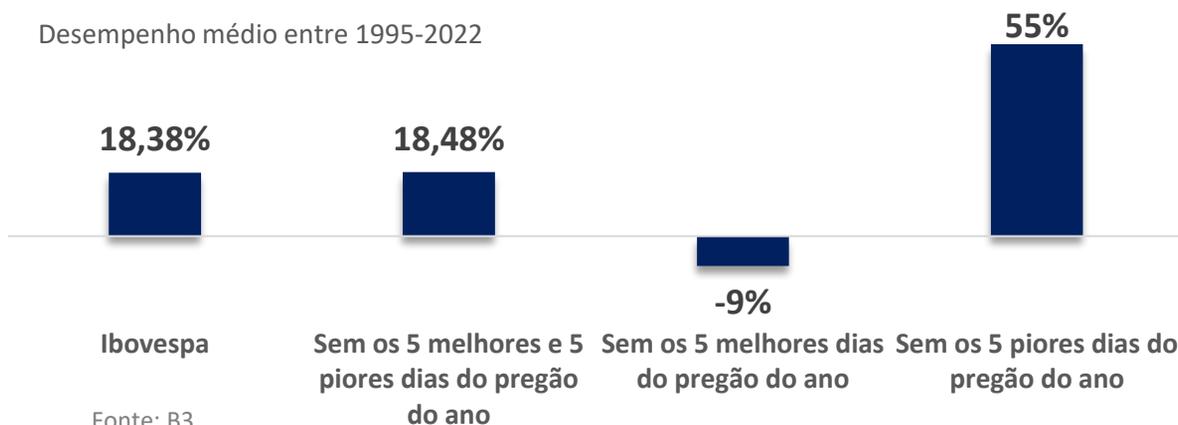
O mercado de renda variável é amplo e imprevisível, diariamente diversas estratégias são estudadas visando entregar o melhor resultado possível ao investidor e gestor.

Na Bolsa de Valores, cada fundo possui um processo diferente, alguns preferem mexer pouco na carteira, outros adotam a estratégia de “buy and hold”, que consiste em investir e segurar o investimento com foco na valorização no longo prazo e por fim, existem fundos que adotam por uma rotatividade alta em suas carteiras de ações.

Razões estas, que cada fundo possui retornos e volatilidades diferentes, por exemplo, vemos no histórico do mercado de ações brasileiras que existem fundos performando bem quando a economia vai bem, mas também quando a economia vai mal. Seguem os principais destaques do estudo:

- **Perder os 5 melhores dias, do Ibovespa no ano, representaria -8,55% de rentabilidade média anual (1995-2022);**
- **Escapar dos 5 piores dias, do Ibovespa no ano, representaria 55,42% de rentabilidade média anual (1995-2022);**
- **Não participar dos 5 melhores e 5 piores dias representaria 18,48% de rentabilidade, semelhante aos 18,38% médios do Ibovespa no período;**
- **Ibovespa trouxe um retorno acumulado de 2.420%, a rentabilidade foi inferior a uma aplicação rendendo 100% do CDI (5.201%);**
- **Da amostra de 81 fundos de ações estudados, 38 superaram o CDI, enquanto 43 ficam abaixo do CDI, no acumulado do período;**
- **Nos últimos 9 anos de corte da Selic, apenas em 3 anos menos que 90% dos fundos não superaram o CDI anualizado.**

Desempenho médio entre 1995-2022



Fonte: B3

Em estudo elaborado pela RB Investimentos, analisamos individualmente a performance do Ibovespa para dois cenários: Gestão passiva e gestão ativa. Neste último caso, simulamos como seria a performance de um investidor caso ele perdesse os 5 melhores dias de um ano de negociação da bolsa, 5 piores dias e os 5 melhores e piores dias conjuntamente.

O Buy and Hold é defendido por inúmeras personalidades do mercado. Luiz Barsi e Warren Buffett são grandes defensores dessa tese e por meio dela atingiram resultados extraordinários na bolsa de valores. Por outro lado, traders (day traders) são duramente criticados pela sua estratégia e pelos seus resultados. Em estudo da FGV, publicado em fevereiro de 2021, indicou que apenas 5% dos que realizaram day trade regularmente obtiveram ganhos acima de R\$ 10 mil reais, enquanto cerca de 54% obtiveram prejuízo, dentro do período de 2012 e 2017.

Além disso, em estudo do Insper sobre a gestão de fundos de ações, foi encontrado que poucos fundos de ações chegam a superar o índice de benchmark, cerca de 10% de 1.097 carteiras possuem retornos superiores. A ineficiência em obter retornos maiores ao benchmark ou à gestão passiva torna-se cada vez mais frequente e resulta em maiores números dos estudos desse tópico na literatura acadêmica.

Nessa visão, nosso estudo inicia-se por uma simulação de um investimento de R\$ 1.000,00 no primeiro pregão do ano de 1995 até o fechamento do ano de 2022. O valor aplicado no índice Ibovespa resultou em R\$ 25.203,75 no último pregão de 2022, representando um retorno final de 2.420%. Em comparação com um investimento em 100% do CDI, vemos que o valor investido dentro desse intervalo, resultaria em R\$ 53.011,49, retorno de 5.201%, como apresentado na figura abaixo.

Resultado da Correção pelo CDI

*A data informada não é dia útil, a data utilizada para este cálculo refere-se ao primeiro dia útil subsequente

Dados básicos da correção pelo CDI	
Dados informados	
Data inicial	02/01/1995*
Data final	29/12/2022
Valor nominal	R\$ 1.000,00 (REAL)
% do CDI	100,00 %
Dados calculados	
Índice de correção no período	53,01149038
Valor percentual correspondente	5.201,149038 %
Valor corrigido na data final	R\$ 53.011,49 (REAL)

Fonte: Banco Central

Seguindo adiante com nossa simulação, analisamos um cenário caso o investidor perca os 5 melhores dias do Ibovespa de cada ano, nesse horizonte o investimento inicial de R\$ 1.000,00 se tornaria R\$ 14,72, retorno de -98,53%. Esse resultado inicial nos indica a importância de estar posicionado na bolsa e o impacto que os 5 dias de maiores resultados favoráveis da bolsa exercem no resultado acumulado do investidor.

Movimento que dificilmente ocorre, o mais comum são investidores se posicionando quando o cenário está mais claro. Enquanto se afastam quando estamos em momentos de mais turbulência, ou quando a Renda Fixa está em patamares mais atrativos.

Outro cenário analisado é o caso do investidor escape dos 5 piores dias de queda da bolsa brasileira. Nesse panorama, o investidor teria um acumulado final de R\$ 48.921.824.

Aqui talvez tenhamos o ponto mais positivo para defender trades e alocadores profissionais. Saber identificar o momento de não operar se mostra ainda mais valioso do que quando operar. Pessoas que se dedicam o tempo inteiro para interpretar o mercado, de fato, trazem retornos aos investidores.

Por fim, o último cenário visto é caso o investidor perca os 5 piores e 5 melhores dias, nota-se que o resultado se torna próximo de uma gestão passiva do Ibovespa, o acumulado final nesse panorama seria de R\$ 29.915,76. Enquanto, o investimento na visão do “Buy and Hold” renderia 2.420%, na retirada dos 5 piores e melhores dias retornaria 2.891%.

Em uma análise mais aprofundada, simulamos investimentos de R\$ 1.000 a cada ano para verificar qual seria o retorno final do ano sob as mesmas condições já citadas. O resultado é apresentado na página a seguir.

- Cenário A: Sem os 5 melhores e 5 piores dias do pregão do ano
- Cenário B: Sem os 5 melhores dias do pregão do ano
- Cenário C: Sem os 5 piores dias do pregão do ano

	Cenário normal	Cenário A	Cenário B	Cenário C
1995	-1,26%	-15,08%	-47,83%	60,73%
1996	63,76%	60,81%	31,86%	99,72%
1997	44,85%	63,51%	-5,39%	150,33%
1998	-33,47%	-32,87%	-61,65%	16,46%
1999	151,95%	112,64%	50,42%	256,15%
2000	-10,72%	-8,28%	-28,88%	15,15%
2001	-11,02%	-7,24%	-32,78%	22,80%
2002	-17,01%	-15,44%	-35,39%	8,63%
2003	97,33%	100,23%	66,74%	136,96%
2004	17,81%	20,66%	-6,63%	52,24%
2005	27,71%	29,55%	7,40%	54,05%
2006	32,93%	29,38%	6,74%	61,14%
2007	43,65%	49,11%	17,72%	81,94%
2008	-41,22%	-43,42%	-65,20%	-4,42%
2009	82,66%	72,44%	35,02%	133,27%
2010	1,04%	3,48%	-14,06%	21,68%
2011	-18,11%	-12,21%	-32,38%	6,32%
2012	7,40%	4,89%	-10,31%	19,94%
2013	-15,50%	-14,14%	-27,56%	0,15%
2014	-2,91%	-4,88%	-22,11%	18,56%
2015	-13,31%	-15,65%	-28,26%	1,94%
2016	38,93%	33,56%	9,43%	69,56%
2017	26,86%	34,14%	9,99%	54,71%
2018	15,19%	13,07%	-4,44%	36,30%
2019	31,40%	34,97%	14,41%	55,01%
2020	3,11%	26,08%	-32,74%	93,28%
2021	-12,09%	-6,41%	-23,14%	7,05%
2022	4,69%	4,53%	-10,40%	22,13%
Média	18,38%	18,48%	-8,55%	55,42%

Fonte: B3

Os resultados apresentados nessa nova simulação, indicam o já apresentado anteriormente. Cenários em que são removidos os 5 piores dias ou 5 melhores dias, destoam da realidade e da estratégia de “Buy and Hold” na bolsa brasileira, com rentabilidade média de 55,42% e -8,55% respectivamente. Quando considerada a retirada dos 5 melhores e piores dias, o resultado médio aproxima-se do valor efetivo do Ibovespa dentro do período em análise.

O estudo nos permite concluir que durante o período analisado, a perca dos maiores movimentos anuais do Ibovespa impacta nos resultados do investidor. Apesar do cenário utópico que fora sugerido como gestão ativa (retirada dos melhores e piores dias do índice...), os resultados nos mostram ser favoráveis a uma gestão em que o investidor invista com visão de longo prazo. Uma ressalva deve ser feita, o Ibovespa apesar de ter apresentado um retorno acumulado de 2.420%, a rentabilidade foi inferior a uma aplicação rendendo 100% do CDI (5.201%), tal ponto reforça que o “Brasil é o país da renda fixa”.

UMA ANÁLISE SOBRE OS FUNDOS DE AÇÕES

De modo a complementar, separamos uma amostra de 81 fundos de ações, incluindo descontinuados, e comparamos com os benchmarks de mercado no período de 2006 até 2022. A longevidade deles nem sempre é a desejada, com poucos superando 10 anos de vida. Neste estudo, procuramos entender como vem sendo os históricos anuais dos fundos de ações e comparamos com o desempenho do Ibovespa.

Em anos de rentabilidade forte do Ibovespa, a busca por fundos de ações cresce com investidores temendo perder uma oportunidade. Vemos gestores mais ativos em mídias, com inúmeras teses funcionando. No entanto, em anos de maior adversidade, vemos um desempenho aquém do esperado em fundos.

A busca adiante é sobre fundos vencedores, conseguindo bater o índice de referência quando as coisas vão bem, assim como quando as coisas vão mal.

Preferimos analisar de forma anual, para evitar que desempenhos mensais individuais de ativos impactassem a percepção sobre o desempenho do fundo, positivamente ou negativamente. Além de ser uma referência na mente de investidores, que costumam olhar o desempenho anual para formar sua opinião sobre o histórico do fundo.

Analisamos anos de expansão do PIB, recessão, aumento de juros, corte de juros. Buscando outros elementos que fossem impactantes na performance dos fundos de ações.

	PIB	Meta Selic	CDI anualizada	Ibovespa	S&P 500
2006	3,96%	13,25%	15,03%	32,93%	13,62%
2007	6,07%	11,25%	11,82%	43,65%	3,53%
2008	5,09%	13,75%	12,38%	-41,22%	-38,49%
2009	-0,13%	8,75%	9,88%	82,66%	23,45%
2010	7,53%	10,75%	9,75%	1,04%	12,78%
2011	3,97%	11,00%	11,60%	-18,11%	0,00%
2012	1,92%	7,25%	8,40%	7,40%	13,41%
2013	3,00%	10,00%	8,06%	-15,50%	29,60%
2014	0,50%	11,75%	10,81%	-2,91%	11,39%
2015	-3,55%	14,25%	13,24%	-13,31%	-0,73%
2016	-3,28%	13,75%	14,00%	38,94%	9,54%
2017	1,32%	7,00%	9,93%	26,86%	19,42%
2018	1,78%	6,50%	6,42%	15,03%	-6,24%
2019	1,22%	4,50%	5,96%	31,58%	28,88%
2020	-3,28%	2,00%	2,76%	2,92%	16,26%
2021	4,99%	9,25%	4,42%	-11,93%	26,89%
2022	2,90%	13,75%	12,39%	4,69%	-19,44%

Fonte: B3, Bacen, IBGE, S&P

O período de estudo escolhido foi de 2006 até 2022, subindo progressivamente de 6 para 73 fundos de ações na amostra. O que já aponta uma realidade sobre a longevidade dos fundos, com poucos possuindo longa duração. Ainda incluímos 8 fundos que foram descontinuados no período.

Entre 2006 e 2010 o número sobe de 6 para 18. Durante estes anos, apenas em 2009 não tivemos um percentual maior que 50% dos fundos de ações superando o Ibovespa. Sobre o CDI anualizado, apenas em 2008 não foi superado, quando somente 9% conseguiram bater o índice. Como alternativa, também olhamos o S&P500, em todos estes anos os fundos superaram o índice americano.

Em comparação com a rentabilidade acumulada do CDI, dos 16 fundos de ações mais longevos da amostra, 11 tiveram um retorno acumulado superior ao indicador, enquanto 5 performaram piores à renda fixa.

Consolidado					
	> PIB	> CDI anualizada	> IBOVESPA	> 0	> SP500
2006	120%	100%	100%	100%	100%
2007	117%	100%	67%	100%	100%
2008	10%	10%	80%	10%	60%
2009	117%	100%	50%	100%	92%
2010	88%	88%	100%	100%	69%
2011	32%	5%	89%	47%	47%
2012	107%	96%	96%	100%	81%
2013	41%	21%	94%	59%	0%
2014	53%	10%	65%	55%	8%
2015	40%	5%	74%	29%	29%
2016	102%	91%	23%	100%	98%
2017	100%	98%	41%	98%	85%
2018	100%	94%	60%	98%	98%
2019	102%	100%	75%	100%	84%
2020	84%	58%	58%	69%	16%
2021	13%	13%	44%	20%	1%
2022	41%	11%	32%	44%	90%

Fonte: B3, Bacen, IBGE, S&P, Gestoras diversas

Considerando a dificuldade de se manter em uma indústria competitiva, entendemos que faça sentido os fundos mais antigos apresentarem destaque em suas rentabilidades. Ainda existe o fato de a crise bancária de 2008 ter impactado o mercado financeiro inteiro, o que torna compreensível o impacto em 2008 e 2009.

Agora olhando para o período inteiro, vemos que em 2016, 2017, 2021 e 2022, menos de 50% dos fundos superaram o Ibovespa. Chama a atenção, novamente, o fato de que até 2013, tivemos apenas 2 anos abaixo de 80% dos fundos superando o índice. Demonstrando qualidade nas gestões dos fundos duradouros outra vez. Isso também abre margem para criar a hipótese, que devemos seguir passando por renovações nos fundos de ações. Durante o período, em 5 anos a maioria dos fundos teve retorno negativo, em 2008, 2011, 2015, 2021 e 2022.

Olhando frente o S&P500, dos 17 anos analisados, em 6 tivemos menos 50% dos fundos batendo o índice. Por fim, confrontando o CDI anualizado, em 7 anos menos de 50% dos fundos conseguiram superar o índice. O que torna o CDI anualizado o indicador mais difícil para os gestores de ações superarem.

Em seguida, nossa busca foi por períodos específicos da economia brasileira. Iniciando por anos de recessão econômica. O que na amostra são 2009, 2015, 2016 e 2020. Em 2009, a maior parte dos fundos superaram todos os indicadores de referência. Em 2015, apenas o Ibovespa foi superado, sendo que somente 28% dos fundos encerraram o ano em alta. Exatamente o inverso de 2016, quando apenas o Ibovespa não foi superado.

Por fim, em 2020 a dificuldade foi superar o S&P500, quando apenas 15% dos fundos bateram o índice. Juntando as leituras, vemos que em ano de recessão os fundos possuem dificuldade maior para superar o Ibovespa.

O próximo passo foi analisar anos de alta de juros, 8 anos no total. Os 5 anos em que a maioria dos fundos tiveram retornos negativos estão nessa amostra. O que já sugere uma relação entre ambos. Apenas em 1 ano, de alta na Selic, tivemos a maioria dos fundos superando o CDI anualizada, em 2010. Durante 3 anos conseguiram superar o S&P500.

	Alta na Selic			
	> CDI anualizada	> IBOVESPA	>0	> SP500
2008	10%	80%	10%	60%
2010	88%	100%	100%	69%
2011	5%	89%	47%	47%
2013	21%	94%	59%	0%
2014	10%	65%	55%	8%
2015	5%	74%	29%	29%
2021	13%	44%	20%	1%
2022	11%	32%	44%	90%

Fonte: B3, Bacen, IBGE, S&P, Gestoras diversas

Por outro lado, apenas em 2 anos os fundos tiveram dificuldades em superar o Ibovespa. Em conclusão, para este tópico, anos de alta da Selic representam anos de rentabilidades mais desafiadoras para os fundos de ações, diante de indicadores de referência.

Levando em conta as projeções do Boletim Focus, estamos próximos de um corte de juros. O que nos instigou a pesquisar sobre anos de corte de juros. Importante antecipar que em 2011 tivemos alta e corte de juros, o que faz o indicador aparecer aqui também.

Para períodos de ciclo de cortes, verificamos que o desempenho dos fundos costuma ter um histórico melhor. Olhando para os 9 anos, em 4 todos ficaram no campo positivo, sendo que em outros 3 98% dos fundos ficaram positivos e apenas em 2020 67% ficaram positivos, o que ainda representa a maioria com espaço. Em todos os anos, com exceção de 2011, mais de 50% dos fundos superaram o CDI Anualizado. Olhando ante o S&P500, apenas em 2020 não superaram o S&P500. Por fim, a última referência analisada foi o Ibovespa, nos quais 2 anos tivemos mais de 50% dos fundos abaixo do índice.

Buscamos observar, em separado, como os fundos de ações performam em anos que o Ibovespa encerra no negativo, 6 anos, e no positivo, 11 anos.

Durante anos negativos, do principal índice da bolsa brasileira, apenas em 1 a maioria não conseguiu superar o Ibovespa. Por outro lado, apenas em 1 conseguiram superar o S&P500, apenas em 2 tivemos mais da metade com rentabilidade positiva. O que chama mais atenção é o fato que em todos os anos de Ibovespa negativo, a maioria dos fundos fica abaixo do CDI Anualizado.

Em anos de Ibovespa positivo, apenas em 2022 os fundos de ações tiveram a maioria fechando em patamar negativo. Lembrando que o Ibovespa encerrou 2022 em 4,69% de alta. 2022 também foi o único ano que não conseguiram superar o CDI Anualizado. Porém, quando comparado ao S&P500, somente em 2020 a maioria dos fundos ficou abaixo da referência.

	> PIB	> CDI anualizada	Queda na Selic >IBOVESPA	> 0	> SP 500
2007	100,0%	100,0%	66,7%	100,0%	100,0%
2009	100,0%	100,0%	50,0%	100,0%	91,7%
2011	31,6%	5,3%	89,5%	47,4%	47,4%
2012	100,0%	96,3%	96,3%	100,0%	81,5%
2016	100,0%	90,9%	22,7%	100,0%	97,7%
2017	97,8%	97,8%	41,3%	97,8%	84,8%
2018	96,2%	94,2%	59,6%	98,1%	98,1%
2019	100,0%	100,0%	74,5%	100,0%	83,6%
2020	84,4%	57,8%	57,8%	68,8%	15,6%

Fonte: B3, Bacen, IBGE, S&P, Gestoras diversas

Uma última avaliação, juntando com a primeira parte do estudo, foi verificar quantos fundos de ações superaram o CDI, durante seus anos de existência. Da amostra de 81 fundos, 38 superaram o CDI, enquanto 43 ficam abaixo do CDI. Percentual maior que o estudo do Insper, mas ainda em um nível que demanda atenção do investidor, na seleção dos fundos e gestores.

Agrupando os estudos específicos, verificamos que os fundos de ações vão pior em anos de alta de juros, também possuem dificuldade em anos em que o Ibovespa tem um desempenho negativo. Os fundos possuem desempenhos melhores em anos de cortes de juros. Também existe um destaque no período de alta do Ibovespa.

Em conclusão, observamos que o debate entre gestão ativa x passiva continuará. Embora a recompensa, de se fazer uma excelente gestão de ativos, possa gerar retornos exponenciais, o caminho é extremamente volátil e muitos não atingem os patamares desejados. Como esperança positiva, em 2011 apenas 583 mil pessoas investiam em ações no Brasil, agora em 2023 são mais de 5 milhões. Quem sabe não temos grandes investidores e gestores surgindo com o maior interesse da população?

DISCLAIMER

Este material foi elaborado pela RB Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (“RB Investimentos”) de acordo com as exigências previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 (“RCVM 20”), e possui caráter informativo, de forma que possa auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo uma oferta, recomendação ou solicitação de compra ou venda de nenhum título ou valor mobiliário contido nesse relatório.

A RB Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelos investidores, clientes ou não, com base no presente material e as decisões de investimentos e estratégias devem ser feitas pelo próprio leitor.

O conteúdo desse relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor, não podendo ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia autorização da RB Investimentos.

Todas as informações utilizadas nesse documento foram redigidas com base em informações públicas e que a RB Investimentos e o analista de valores mobiliários entendam ser confiáveis, mas podem não ser precisas e completas e se referem à data de sua divulgação, estando portanto sujeitas a alterações, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

O analista de valores mobiliários responsável pelo conteúdo deste material certifica que: (i) as informações contidas neste material refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à RB Investimentos; (ii) se estiver em situação que possa afetar a imparcialidade do material ou que possa configurar conflito de interesses, nos termos dos artigos 20 a 22 da RCVM 20, tal informação será informada no próprio material; e (iii) sua remuneração não está direta ou indiretamente relacionada às informações ou opiniões objeto deste material.

A RB Investimentos e o analista de valores mobiliários responsável pelo conteúdo deste material são credenciados junto à Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC”), em cumprimento a todas as disposições contidas na ICVM 598 e nas políticas elaboradas pela APIMEC, em especial o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários.

Para mais informações, consulte a Resolução CVM 20/2021 e o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em caso de quaisquer dúvidas ou informações adicionais, pedimos entrar em contato com o analista responsável ou pelo e-mail [gustavo.cruz@rbinvestimentos.com].