



Tiago Bellodi César<sup>[1]</sup>

“Entre tantos fundos multimercados disponíveis, quais escolher? Quais são os melhores fundos de renda variável para minha carteira? Como analisar e acompanhar investimento no exterior? Qual a diferença entre os fundos de crédito privado? A partir do benchmark definido, quanto carregar de cada classe de ativo? Estamos no momento de aumentar renda variável ou aumentar proteções? Neste nível de câmbio, é hora de investir no exterior ou aguardar uma queda do dólar? ”

Estas são algumas questões corriqueiras de gestores de EFPCs quando de frente a suas políticas de investimentos, seus benchmarks compostos, suas metas atuariais e os tão corriqueiros picos de volatilidade do mercado local. Neste artigo, vamos endereçá-las agrupando-as em dois tipos de abordagem: micro (bottom-up) e macro (top down).

Partindo de baixo para cima na construção de uma carteira, chamamos de abordagem micro a etapa de seleção dos ativos que a compõem. De acordo com a legislação 4.661, as entidades

podem alocar em renda variável, investimentos estruturados (onde entram os fundos Multimercado, FIPs), no exterior e renda fixa e ativos imobiliários. Considerando os três primeiros que de fato dominam o risco global das carteiras, podemos empregar o princípio mais básico da diversificação que consiste em aumentar a quantidade de fundos e gestores, observando a correlação histórica entre eles. Num segundo nível de profundidade, é possível agrupar os gestores a partir de suas características e estilos de gestão, sendo necessário então conhecê-los em maiores detalhes; é possível também empregar técnicas estatísticas de agrupamento (clustering) a partir dos retornos dos gestores, identificando aqueles que tem comportamentos similares ao longo dos ciclos e portanto contribuindo para maior ou menor diversificação; é possível empregar regressões econométricas para estimar a sensibilidade dos gestores aos determinados ciclos do mercado, inferindo habilidades de geração de alfa e/ou coleta de betas.

Além das técnicas de seleção, igualmente importante é o monitoramento das gestoras investidas quanto ao cumprimento dos mandatos, respeito aos limites de risco e políticas de stop loss quando existentes, mudanças nos times de gestão que afetem a continuidade da estratégia, entre outros pontos de atenção. Por fim, o ESG começa a se manifestar conforme gestores introduzem em seus processos critérios de seleção e punição de empresas, devendo então o gestor de uma carteira de EFPC adotar também seus próprios parâmetros quando do investimento em algum fundo.

Define-se diversificado um portfólio em que o acréscimo de ativos resulte em um desvio padrão de retornos (volatilidade) inferior à média ponderada dos desvios padrões individuais. Exemplificando: se um portfólio composto por 10 ativos (pesos iguais) com volatilidade de 10% cada, resultar em um portfólio com volatilidade global inferior a 10%, houve diversificação. Em outras palavras, ao combinar ativos (fundos) complementares em estilos, o objetivo de retorno almejado pela carteira é preservado, a um risco inferior. Este raciocínio atende todas as classes de ativos disponíveis, portanto consideramos ideal iniciar a composição da carteira pela escolha dos fundos que melhor se combinem em cada categoria.

Uma vez escolhido os melhores ativos de cada segmento da 4.661, é chegado o momento da alocação. Em qual ponto estamos do ciclo para definirmos os percentuais em renda fixa e renda variável? Qual orçamento de risco será dedicado às operações de característica tática e alocações estruturais? A abordagem macro parte de cima para baixo (top-down), o que significa dizer que o portfólio será construído a partir do cenário macroeconômico que se traça. Ativos de risco, como por exemplo renda variável podem causar perdas ou ganhos se alocados ou reduzidos no momento oportuno. Utilizamos uma modelagem Black Litterman para definição das alocações consideradas ideais. A metodologia deste modelo consiste em coletar as expectativas de retornos de cada índice que compõe um benchmark, como por exemplo IMA-B e IBX, com variáveis macroeconômicas como inflação e taxa de câmbio e processar otimizadores de carteiras que levem em consideração estatísticas dos ativos como desempenho passado, risco, correlação e covariância. A diferença deste modelo para uma fronteira eficiente tradicional é que este modelo permite e requer a visão dos gestores para cada ativo, combinando então técnicas estatísticas com o julgamento humano.

Quando rodamos nossas alocações trimestrais, consideramos um [B-V@R](#) de 1,5%, ou seja, com 95% de intervalo de confiança estimamos que as carteiras não devem produzir retornos excedentes (positivos ou negativos) superiores a 1,5% do benchmark ao longo do ano, de forma a protegê-las de movimentos bruscos como vistos em 2020. Esta modelagem responde pela alocação estrutural das carteiras, restando então um orçamento para alocações táticas, por exemplo pequenos aumentos e reduções de renda variável ao longo do ano mediante oscilações de preços, a consumir o mesmo orçamento anual de 1,5% de excesso de retorno. E, finalmente, tratamos a taxa de câmbio como variável independente quando lidamos com investimento no exterior em função das diversas alternativas disponíveis com e sem proteção cambial, de forma a não condicionar a alocação ao custo da moeda estrangeira.

Essas duas abordagens, portanto, se encontram para formar portfólios equilibrados, diversificados em fundos selecionados e então combinados em proporções de forma a refletir a perspectiva macroeconômica, dentro de um orçamento de risco pré-estabelecido. Uma estrutura de fundos de fundos permite esse encontro de técnicas de maneira profissional e diligente, além de oferecer às

EFPCs uma série de reportes de desempenho, atribuições de performances e análises de risco. Vemos como principais desafios para o ano de 2022, além das questões macroeconômicas (inflação, crescimento), a dinâmica do aumento da taxa de juros sobre demais ativos de risco e a volatilidade causada pelo calendário eleitoral.

**Fonte:** [Abrapp em Foco](#), em 30.09.2021.

---

[1] Tiago Bellodi César é Head de Fundo de Fundos da BNP Paribas Asset Management.