

REAL GRANDEZA
FUNDAÇÃO DE PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL



**Parecer Anual de
performance (2010) - PPS**

RELATÓRIO MONITORAMENTO

CIRG

**Maio 2011 (2ª Quinzena)
245ª Reunião Ordinária**

FUNDAÇÃO REAL GRANDEZA

ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTOS

JANEIRO DE 2010 A DEZEMBRO DE 2010

A análise de desempenho aqui apresentada refere-se tanto às carteiras de renda fixa e renda variável como à carteira consolidada de investimentos financeiros da FRG, numa janela de doze meses.

RENDA FIXA

A carteira **Real Grandeza FA** possui grande parte de seu patrimônio investido em títulos atrelados a inflação (IGP-M). Portanto, o comportamento desta carteira está, praticamente, correlacionado com a evolução das NTN-Cs. Sendo assim, chamamos atenção para o dia 15 de setembro, melhor dia da carteira, dado o forte “fechamento” das taxas utilizadas na marcação a mercado dos ativos (NTN-Cs) com vencimento em 2.021 e 2.031. Por conseguinte, a carteira **Real Grandeza FA** obteve um ótimo desempenho no ano de 2010 ao registrar a destacada rentabilidade de 221,76% do CDI. Dada a sua composição, devemos olhar com ressalvas os resultados obtidos no grupo de comparação, o renda fixa agressivo, composto por 106 fundos. Isto posto, mencionamos que tal rentabilidade foi a maior do agrupamento e esteve associada ao 3º maior risco total. Por fim, os índices de Sharpe e de Sortino permaneceram no primeiro quartil da amostra, com destaque para a 3ª posição do índice de Sortino.

A título de informação, notamos que a performance mensal da carteira **Real Grandeza FA** também foi adequada. Seu resultado, em dezembro de 2010, foi de 121,11% do CDI. Tanto o retorno acumulado, como o risco total “orbitaram” o primeiro quartil do agrupamento; enquanto os índices de Sharpe e de Sortino foram medianos.

Em linhas gerais a carteira em questão tem se colocado como uma opção interessante para a Fundação Real Grandeza, atingindo recorrentemente os seus “objetivos de rentabilidade”.

Relembrando o comentário exposto na avaliação anterior, a performance da carteira do **Plano BD** merece o nosso destaque. Em mais uma oportunidade, o gráfico do retorno acumulado nos indica uma evolução bastante favorável da rentabilidade desta carteira, sobretudo no segundo semestre de 2010.



PORTFOLIO PERFORMANCE

A alocação em títulos atrelados a inflação, sobretudo os de longo prazo, provavelmente, auxiliou nesta performance. Destarte, o resultado da carteira do **Plano BD** superou o IMA TOTAL, seu *benchmark*, com “extrema facilidade”. Esta vantagem chegou a quase nove pontos percentuais, o que equivale a um rendimento de aproximadamente 22% no ano de 2010. Portanto, não podemos deixar de dizer que a equipe da Fundação Real Grandeza tem conseguido agregar valor ao seu portfólio, superando, regularmente, o *benchmark* estabelecido na Política de Investimentos.

Reforçamos que este relatório foi revisado dado que a carteira do Plano BD precisou ser reprocessada por conta de um registro contábil extraordinário de R\$ 92.294.190,52, conforme informações prestadas pela Gerência de Operações de Investimentos da Fundação Real Grandeza (Sr. Renato Menezes de Oliveira). Este evento pode ser facilmente identificado no comportamento da cota diária da carteira no dia 31/12/10.

A estratégia adotada pela equipe de gestão da Fundação Real Grandeza também permitiu um ótimo desempenho para os recursos investidos no **Plano CD**. Conseguimos observar, também, que o comportamento da carteira no segundo semestre do ano foi fundamental, sobretudo no mês de dezembro. Assim como já abordamos na análise do Plano BD, chegamos à conclusão que os títulos de inflação de longo prazo foram essenciais para que a carteira superasse o seu *benchmark* em 6,90 pontos percentuais. A título de informação, lembramos que no ano de 2010 o IMA-B5+, indicador composto pelas NTN-Bs com vencimento superior a 5 anos, rendeu 21,9%. Já o CDI, no mesmo período, registrou a modesta variação de 9,75%

Em resumo, os investimentos da Fundação no segmento de renda fixa têm evoluído satisfatoriamente, com resultados expressivos e superiores as metas estabelecidas na Política de Investimentos.

RENDA VARIÁVEL

A carteira de renda variável do **Plano BD** encerrou o ano de 2010 com uma performance adequada. Seu retorno acumulado superou o IBX em 0,67 pontos percentuais, sendo o 5º melhor resultado da amostra comparativa - composta por 30 fundos.



PORTFOLIO PERFORMANCE

Adicionalmente, o risco total da carteira do **Plano BD** foi o mais baixo do grupo, enquanto o beta, também conservador, figurou na penúltima posição. Por outro lado, o risco diversificável figurou na 11ª colocação, de 30 possíveis. Ao aliar o retorno obtido pelo risco incorrido, chegamos a indicadores levemente negativos e medianos. No mais, a baixa significância estatística não nos permite comentar os efeitos da seleção dos papéis e do *market timing*.

Diferentemente do observado na análise acima, a carteira de renda variável do **Plano CD** conseguiu se destacar no ano de 2010. A performance do mês de dezembro foi fundamental para que a carteira encerra-se o ano com um resultado de 1,78 pontos percentuais acima do IBX. Podemos dizer que, neste mês, o gestor acertou ao elevar o beta da carteira (chegou a 1,08 em um momento de valorização da Bovespa) e foi bem sucedido tanto na seletividade dos papéis como na prática do *market timing*.

Retornando para os resultados obtidos no ano, verificou-se que tanto o risco total como o risco sistemático (beta) foram conservadores. Ademais, a carteira manteve-se concentrada em determinados ativos conforme nos indica o 9º maior risco diversificável da amostra. Em linha com o bom desempenho apresentado, encontramos os índices de Jensen e de Modigliani na 5ª e 4ª posição do agrupamento. Além disso, tais indicadores foram positivos demonstrando que a gestão ativa, efetivamente, conseguiu agregar valor ao portfólio. Por fim, e não menos importante, há evidências de sucesso em *market timing*. A seleção de papéis também se mostrou eficiente; no entanto, a baixa significância estatística diminui a importância deste fator na análise.

Podemos concluir que os investimentos da Fundação Real Grandeza no segmento de renda variável se mostraram aderentes aos objetivos previstos em sua Política de Investimentos.

CARTEIRAS CONSOLIDADAS

Lembramos que as carteiras consolidadas de investimentos financeiros dos planos BD e CD da FRG têm seu desempenho avaliado por comparação com *benchmarks* mistos.

A carteira do **Plano BD** foi capaz de superar seu *benchmark* tanto no ano de 2010 como no mês de dezembro. Segue abaixo a evolução do *benchmark* ao longo dos anos:

=> ANO 2.008: 77,4% IMA TOTAL + 22,6% IBX-50

=> ANO 2.009: 82,61% IMA TOTAL + 17,39% IBX

=> ANO 2.010: 84,67% IMA TOTAL + 15,33% IBX

Analisando o ano de 2010 vemos a carteira superar seu *benchmark* misto por mais de seis pontos percentuais. Ademais, o beta nos sugere uma posição em linha com o disposto na composição de seu *benchmark*. Ambos os índices de Modigliani e de Jensen foram positivos e houve sucesso na seletividade de papéis, corroborado por um alfa positivo e de alta significância estatística.

Por outro lado, há evidências de insucesso em *timing*, o que, certamente, “impediu” que a performance no ano de 2010 fosse ainda melhor. Há de se destacar que o registro contábil efetuado no segmento de renda fixa, obviamente, também favoreceu a performance da carteira consolidada, sobretudo no dia 31/12/10.

A carteira total do **Plano CD** também obteve uma performance adequada. Segue abaixo a evolução do *benchmark* desta carteira ao longo de alguns anos:

=> ANO 2.008: 68,2% IMA TOTAL + 31,8% IBX-50

=> ANO 2.009: 68,18% IMA TOTAL + 31,82% IBX

=> ANO 2.010: 83,86% IMA TOTAL + 16,14% IBX

No ano de 2010, a carteira evoluiu satisfatoriamente, sobretudo no último trimestre do ano. Seu resultado permaneceu acima do *benchmark* misto em 4,79 pontos percentuais. Em linha com este comportamento adequado, os índices de Modigliani e de Jensen se mantiveram positivos. Adicionalmente, a seleção dos papéis foi bem sucedida, dado o índice alfa positivo e obtido com 99,98% de significância estatística. Por outro lado, assim como identificado na análise do Plano BD, notamos que há insucesso em *timing*. Por fim, e não menos importante, ressaltamos que a avaliação mensal (Dezembro de 2010) também foi positiva.

Devemos destacar que o segmento de renda fixa foi o grande responsável pelo satisfatório desempenho de ambas as carteiras consolidadas no ano de 2010.

ANEXO 1 - GLOSSÁRIO DE TERMOS TÉCNICOS

- **Alfa ou medida da qualidade da seletividade:** valor agregado à carteira por um gestor ativo em renda variável devido à escolha dos papéis que a compõem. Ao contratar a gestão ativa de renda variável, o cliente espera que o gestor vença o seu benchmark. O gestor basicamente possui duas alternativas para cumprir sua meta. Uma delas se baseia em market timing, conceito que será explicado posteriormente. A outra se baseia em escolher ativos dentre as opções de investimento disponíveis no mercado que possivelmente estejam sobrevalorizados ou subvalorizados, aumentando a sua exposição a tais papéis no caso de se acreditar que eles estejam subvalorizados ou diminuindo-a em caso contrário. Caso a escolha do gestor tenha sido feita com (in)sucesso, poderemos medir o quanto se (des)agregou de valor à carteira por meio do índice alfa apresentado nos relatórios.

Junto ao índice alfa é calculado um valor de probabilidade denominado significância estatística, utilizado para quantificar o nível de segurança que temos ao afirmar que realmente houve prática de seletividade, ou seja, afirmar que o alfa é diferente de zero. O número informado pode ser interpretado como a probabilidade de ser verdadeira a afirmação de que existe, na carteira analisada, seletividade (positiva ou negativa). Quanto mais próximo de 100%, maior segurança teremos em afirmar que houve prática de seletividade, com ou sem sucesso.

- **Análise de agrupamentos (ou clusters):** técnica estatística utilizada na classificação ou seleção de fundos para uma amostra mais refinada que divide uma amostra inicial em vários agrupamentos mais homogêneos que o todo, de acordo com critérios especificados previamente pelo analista. Em renda fixa, por exemplo, podemos separar todos os fundos por nível de risco, classificando-os como conservadores, moderados ou agressivos, viabilizando comparações mais justas entre fundos pelos critérios de risco e retorno;
- **Análise de estilo:** técnica de otimização numérica utilizada para detectar uma alocação em macro setores (indexadores ou moedas, como CDI, Dólar, IGP-M, etc.) que mais se assemelhe à utilizada pelo fundo em estudo. Desde que uma carteira esteja adequadamente marcada a mercado, a Análise de Estilo permite inferirmos com razoável grau de precisão a alocação da carteira em diferentes indexadores, conforme mencionado acima;

PPS

PORTFOLIO PERFORMANCE

- **Beta:** medida de risco sistemático de uma carteira, relacionado às movimentações do mercado de ações como um todo. Quanto maior o Beta, mais a carteira se movimenta em relação a movimentos do índice de ações usado como referência (IBOVESPA ou IBX, por exemplo). Carteiras com Beta maior do que 1,0 são consideradas agressivas, pois tendem a se mover mais do que o índice, tanto nas altas como nas baixas. Quanto maior o Beta, maior a volatilidade da carteira. Carteiras com Beta menor do que 1,0, analogamente, são consideradas defensivas e apresentam menor volatilidade.
- **Gama ou Market timing:** conforme descrito no tópico *seletividade*, o gestor de renda variável tem basicamente dois caminhos para vencer o mercado – os demais podem ser derivados dos dois. Um deles é a prática de seletividade, e o outro é a prática de *market timing*. Ao praticar *market timing*, o gestor estará tentando agregar valor à carteira com base na escolha do momento certo para expor mais (ou menos) a sua carteira a riscos de mercado, aumentando ou diminuindo o beta (agressividade em relação ao “benchmark”, seja Ibovespa ou IBX) da carteira nos momentos em que ele espera que a bolsa irá subir ou cair, respectivamente. Junto com o gama é apresentada a sua significância estatística, que possui interpretação análoga à da descrita para o alfa;
- **Índice de Jensen:** medida de quanto a gestão ativa em renda variável agregou valor à carteira com relação a seu *benchmark*, levando o beta (uma das medidas de risco) em consideração. Tal número, expresso em porcentagem do patrimônio, pode ser interpretado como o resultado total da gestão ativa, consolidando os efeitos de *timing* e seletividade. Por ser uma porcentagem do patrimônio, também pode ser visto como o valor em reais que se agregou diariamente (ou semanalmente ou mesmo mensalmente, dependendo da periodicidade dos pontos no cálculo, embora as análises da PPS normalmente utilizem dados diários) com a gestão ativa, desde que haja evidências de gestão ativa bem ou mal sucedida, vistas por meio da significância estatística dos coeficientes alfa e gama. Um índice de Jensen negativo significa que a gestão ativa subtraiu valor (mau desempenho), enquanto se o mesmo for positivo a gestão terá agregado valor (bom desempenho);

- **Índice de Modigliani:** medida de quanto o retorno de um fundo com gestão ativa em renda variável teria excedido a seu *benchmark* se tivesse o mesmo risco que o *benchmark*. Se positivo, indica gestão bem sucedida, e se negativo indica insucesso na gestão;
- **Índice de Sharpe:** corresponde à razão entre o prêmio médio de um fundo sobre um ativo livre de risco (por exemplo, a taxa do CDI over) e o seu risco total - utilizado na comparação de duas ou mais carteiras com relação a risco e retorno quando positivo. Não é adequado comparar dois fundos com índice de Sharpe negativo porque podemos chegar a conclusões sem muito sentido uma vez que este é um quociente entre uma medida de retorno e outra de risco. Como a medida de risco é sempre positiva, o índice de Sharpe só será negativo se a medida de retorno for negativa. Assim, para dois fundos de mesmo retorno, mas com riscos diferentes (ambos negativos), o fundo com menor risco ficará com o quociente “mais negativo”, e concluiremos que o fundo mais arriscado é melhor.

Exemplo: o fundo A e o fundo B apresentaram prêmio médio diário de $-0,01\%$ no período em estudo, mas o fundo A com risco de $0,01\%$ ao dia e o fundo B com risco de $0,02\%$ ao dia. Apesar de ser mais arriscado, o fundo B tem índice de Sharpe de $-0,5$ enquanto o fundo A tem índice de $-1,0$, o que poderia nos levar a concluir que o fundo B é melhor, pois seu índice de Sharpe é maior do que o do fundo A;

- **Índice de Sortino:** corresponde à razão entre o prêmio médio de um fundo sobre um ativo livre de risco (por exemplo, o CDI over) e o desvio-padrão dos prêmios quando negativos – ou *downside risk*, partindo do raciocínio de que o risco ocorre quando retornos abaixo do ativo livre de risco são obtidos, isto é, oscilações para cima são consideradas benéficas e, portanto não são interpretadas como sinal de risco. Como o Índice de Sharpe, é um quociente entre prêmio e risco, apenas difere daquele por utilizar o risco da oscilação “para baixo”, e não o risco total. Não se pode comparar dois fundos com índice negativo, pelo mesmo motivo pelo qual não se pode comparar dois fundos com índices de Sharpe negativos;
- **Índice de Treynor:** Razão entre o prêmio médio do fundo e o beta do mesmo, utilizado para comparar fundos, verificando o quanto os mesmos agregaram de valor por unidade de risco de mercado incorrido.

É um quociente similar ao Índice de Sharpe, mas utiliza uma medida de parte do risco, o risco sistemático (representado pelo beta da carteira), enquanto que o Índice de Sharpe utiliza o risco total no denominador. Não se podem comparar dois fundos com índice negativo pelo mesmo motivo pelo qual não se pode comparar dois fundos com índices de Sharpe negativos;

- **R-squared:** Medida de aderência (qualidade) do modelo de regressão, que varia de zero até um. Um R-squared igual a zero indica nenhuma aderência enquanto um valor igual a um indica perfeita aderência.
- **Risco ativo ou desvio-padrão do *tracking error*:** medida da volatilidade diária incorrida pelo fundo apenas na gestão ativa, ou seja, ao redor de seu *benchmark*. No caso de uma carteira de renda variável, é resultado dos desvios que o gestor assume em relação à carteira teórica do índice que for o “benchmark”. Quanto mais fortes as posições ativas assumidas, apostando contra ou a favor de cada ação, maior será a medida de risco ativo da carteira;
- **Risco diversificável:** parte do risco de um fundo de renda variável que pode ser eliminada por diversificação da carteira. Grandes apostas em papéis ou em setores, normalmente oriundas da prática de seletividade, irão gerar maiores valores de risco diversificável, de forma que podemos inferir que, quanto maior o valor do risco diversificável para um fundo, mas concentrada a sua carteira é. Tais apostas, se bem sucedidas, irão gerar fortes alfas (contribuições positivas para o resultado), mas podemos querer, ao comparar fundos, saber qual fundo que teve a melhor relação entre risco e retorno em maior detalhe, abstraindo-nos das oscilações devidas ao índice. Neste caso, pode ser utilizada a relação entre alfa e risco diversificável. Tal relação também é conhecida como índice de Apreciação e quanto maior é o índice de Apreciação, melhor foi o desempenho do gestor do fundo em termos de agregação de valor para cada unidade de risco diversificável assumido. Quanto maior o alfa, maior será o Índice de Apreciação, e quanto menor o risco diversificável, também, o que está em linha com o raciocínio de que sempre se prefere mais retorno e menos risco. Não se podem comparar dois fundos com índices de Apreciação negativos pelo mesmo motivo pelo qual não se podem comparar dois fundos com índices de Sharpe negativos;



PORTFOLIO PERFORMANCE

- **Risco total:** medida da volatilidade total incorrida pelo fundo ao dia, quantificada pelo desvio-padrão dos prêmios diários do fundo sobre o ativo livre de risco. Tal valor pode crescer ou diminuir no decorrer do tempo mesmo em fundos passivos, dependendo de quão volátil tiver sido mercado no período de cálculo.