

PORTFEL CONSULTORIA

JUNHO

BOLETIM
PORTFEL

TIME DE RESEARCH



Sobre a **compreensão** e a **capacidade** de correr riscos

Embora isso possa parecer irônico, a maior parte das pessoas do mercado financeiro entende muito pouco sobre risco e retorno. A ironia, no caso, é que esse conceito está na base de toda a finança contemporânea: só recebemos um prêmio de retorno porque existe um risco, e quanto maior esse risco, maior o potencial de retorno.

A esse respeito, parece existir um foco muito grande na capacidade de correr riscos, mas quase nenhuma atenção a respeito do que são esses riscos. Fica, então, a grande pergunta: se você não compreende os riscos, como será capaz de avaliar se tem, ou não, capacidade para corrê-los?

Nesse texto, gostaria de explorar essa questão um pouco mais a fundo, para ajudar você a entender de forma mais clara o que são e como funcionam os riscos de uma carteira de investimentos. Em linhas gerais, tentarei discutir essas questões de um ponto de vista tanto quantitativo quanto comportamental, que exerce um papel crucial na sua jornada de investimentos.

O que **significa** correr riscos?

De forma bem simples, o risco é apenas uma medida de incerteza. Quanto mais incertos forem os resultados possíveis de uma carteira, maior o potencial para retornos muito acima, ou muito abaixo, da média de um mercado. Para ilustrar esse conceito, podemos fazer um pequeno experimento mental.

Vamos imaginar dois cenários. No primeiro, você investe no IBRX 100, que reúne as cem maiores empresas do país e o peso de cada uma é definido pelo seu valor total de mercado. Logo, as maiores empresas terão os maiores pesos e as menores empresas terão os menores pesos. No segundo cenário, você investirá em apenas uma dessas cem ações.

Como você pode imaginar, o grau de incerteza com relação aos resultados será muito, muito maior no segundo cenário. Isso porque, caso você tenha apenas uma ação, a gama de resultados possíveis é gigantesca, incluindo tanto a chance de multiplicar seu capital em dezenas de vezes, como perder tudo diante de uma falência da empresa.

Quando você investe na maior parte do mercado e adequa esses pesos ao valor de mercado de cada empresa, reduz drasticamente o grau de incerteza dos resultados, ainda que isso inclua perder a chance de retornos totalmente fora da curva. Embora isso exclua a chance de superar em muito a média do mercado, praticamente anula a chance de uma perda total ou quase total, visto que as cem maiores empresas do país precisariam quebrar ao mesmo tempo.



Embora uma carteira com uma única ação seja, no mínimo, pouco comum, esse experimento ilustra bem como a incerteza funciona. No entanto, proponho irmos um pouco mais além, e pensarmos agora em um outro cenário. Agora, em um deles você investiria apenas no CDI, que é considerada a taxa livre de risco no Brasil; no outro, apenas no IBRX 100, que agrega o risco da bolsa de valores como um todo.

No caso do CDI, você terá um grau de incerteza muito pequeno porque o rendimento irá corresponder ao juro mais baixo praticado no país durante o período. Entretanto, no IBRX 100, tudo dependerá do quão bem se saem as empresas nacionais e quanto o mercado, como um todo, irá pagar pelos lucros futuros dessas empresas, que são largamente incertos.

A grande questão é a seguinte: embora o IBRX 100 possua um grau muito mais alto de incerteza, isso abre o investimento para retornos muito mais altos que o CDI. Por outro lado, é perfeitamente normal que você chegue ao final de uma década com a bolsa tendo rendido menos que o CDI, que é praticamente uma linha reta ao longo do tempo.

Especificamente, em levantamentos utilizando janelas móveis de dez anos, atualizadas diariamente e nos dando alguns milhares de resultados para análise. Desse total, o IBRX 100 teria superado o CDI em 61,71% dos casos e a taxa livre de risco teria sido mais rentável em 38,29% dos casos. Se considerarmos um período ainda mais longo,

de vinte anos, as ações teriam vencido em apenas 65,70% dos casos; com o CDI vencendo em 34,30% das vezes.

Essa incerteza, ou a chance de ficar abaixo do CDI mesmo em períodos considerados muito longos, é o preço que precisa ser pago para buscar retornos muito maiores. Quem resgatasse o IBRX 100 nos dez anos encerrados em setembro de 2008, teria ganho de 33,50% a.a. frente aos 18,32% a.a. do CDI. Nos vinte anos encerrados em fevereiro de 2019, os ganhos subiriam para 20,36% a.a. nas ações, contra 13,81% a.a. no CDI.

Entretanto, no polo oposto dessa relação, teríamos o caso de quem resgatasse o IBRX 100 nos dez anos encerrados em março de 2020, com ganho de míseros 2,10% a.a. frente os 9,72% a.a. do CDI. Em vinte anos encerrados no mesmo período, as ações teriam ganho de 11,03% a.a. contra 12,78% a.a. do CDI.

Em todos esses casos, que representam pontos extremos, podemos ver como a incerteza pode trabalhar contra ou a favor de quem investe. Entretanto, a máxima de que o risco adicional tende a produzir efeitos positivos se mantém quando olhamos para o ganho adicional médio do IBRX 100 sobre o CDI. Em cenários de dez anos, foram gerados em média 1,48% a mais de retorno por ano; em vinte anos, cerca de 1,30% a mais por ano.



Compreendendo a **capacidade** de tomar riscos

Os cenários que trouxemos acima mostram de forma um pouco mais clara como funciona a incerteza e como ela pode, ou não, premiar quem se expõe a ela. Com isso em mente, podemos avançar um pouco e questionar: será que você realmente tem capacidade para correr esses riscos? Ou, melhor ainda, será que você realmente precisa correr esses riscos?

Gostaria de colocar uma ênfase muito grande no precisar correr riscos. Isso porque se os seus objetivos não exigem uma rentabilidade potencialmente muito mais alta, pode simplesmente não fazer sentido buscar esse tipo de exposição. Afinal, no agregado, seria possível atingir essas metas sem assumir riscos desnecessários no longo prazo.

O Brasil, diferente de países economicamente desenvolvidos, possui uma renda fixa que paga prêmios muito altos com um risco muito baixo. Conseguimos, sem sequer precisar recorrer a ações, um retorno que, nesses países, só seria obtido através de uma alocação muito alta na renda variável.

Nessa medida, aumentar o risco de uma carteira apenas porque gostaríamos de ter o potencial para retornos mais altos, ou porque presume-se que a renda fixa pague prêmios muito baixos, é errado do ponto de vista

financeiro. Em síntese, isso equivale a aumentar o risco sem aumentar, de forma relevante, o prêmio médio da carteira.

Por outro lado, se você tem capacidade de passar dez, ou mesmo vinte anos com parte dos recursos entregando um retorno inferior aquele que é livre de risco, de fato faz sentido buscar essa exposição visando ganhos mais altos. Contudo, o ideal é que isso represente uma parte, e não o todo, dos seus investimentos; além disso, que você busque prêmios adicionais dentro da própria renda variável, dentro e fora do Brasil.

Correndo o risco de soar repetitivo, isso se traduz na forma como a Portfel constrói as alocações recomendadas, especialmente no caso de perfis arrojados ou agressivos. Através de um equilíbrio entre ações nacionais e internacionais, além de empresas de valor e small caps de valor, diversificamos a captura de prêmios para melhorar os resultados possíveis de cada carteira.

André Salmerón – Analista e responsável pelo Boletim Portfel.



Alívio no exterior compensa quedas no Brasil

Assim como no mês anterior, maio trouxe algumas emoções para o mercado nacional, tanto na renda fixa quanto variável. O lado positivo é que os ativos de renda variável internacional tiveram performance positiva, puxados principalmente pelas ações dos EUA, que incluíram movimentos em empresas de valor e small caps de valor.

No contexto geral dos fundos pós-fixados, que tendem a acompanhar o movimento do CDI, o mês foi relativamente tranquilo para a classe como um todo, com a maioria dos fundos superando o indicador. Entretanto, investidores(as) podem ter notado quedas mais acentuadas nos fundos da Capitânia, que tiveram rendimentos bem mais tímidos no período.

Enquanto o CDI marcou ganho de 0,83%, os fundos Capitânia Premium, Capitânia Radar e Capitânia Top encerraram o mês com ganhos de 0,38%; 0,21% e 0,21%. A razão para essa queda, que é normal e está em linha com os riscos de uma gestão ativa, vem tanto da marcação negativa em Via Varejo (detentora das Casas Bahia) quanto marcações negativas nas alocações em crédito atreladas a fundos imobiliários.

Embora o movimento seja desagradável para quem investe, lembramos que tais fundos não

devem exceder o limite de 5% da alocação total justamente para mitigar esses riscos. No acumulado do ano, Capitânia Radar e Capitânia Premium acumulam altas de 4,80% e 4,67% contra os 4,40% do CDI. Apenas Capitânia Top ficou abaixo do indicador no período, com ganho de 4,00% em 2024.

Os demais fundos recomendados nessa classe seguem tendo um excelente ano, apesar de eventuais pontos de estresse no mercado nacional. É o caso de SPX Seahawk; Arx Everest e Sparta Max, com ganhos respectivos de 6,01%; 5,79% e 5,71%. Praticamente todos os demais fundos recomendados na classe seguem derrotando o CDI até o momento.

Esse cenário mais benéfico da renda fixa pós-fixada parece estar chegando agora nos fundos de inflação (IPCA), que tem obtido rendimentos historicamente baixos ao longo do último ano e meio. O IMA-B5, que reúne papéis do Tesouro IPCA+ de curto prazo, voltou a superar o CDI em maio, com ganho de 1,05% frente aos 0,83% do indicador – um avanço relevante.

No caso dos fundos de inflação, e especialmente no caso das debêntures incentivadas, os ganhos foram ainda mais expressivos, com destaque para Capitânia Infra 90 e Arx Elbrus, com altas de 1,28% e 1,20% no mês. Como sempre lembramos, ambos são livres de imposto de renda, visto que essas debêntures financiam projetos de interesse para a infraestrutura nacional.



Contudo, no acumulado do ano, tanto o IMA-B5 quanto a maioria dos ativos inflacionários segue abaixo do CDI, embora essa diferença esteja aos poucos sendo fechada, em linha com os dados históricos.

Renda variável **expõe** **contraste** entre ações brasileiras e globais

No Brasil, o mês de maio foi mais uma vez encerrado com quedas generalizadas no mercado de ações, seguindo o tom de abril. O IBRX 100, índice que engloba as cem principais empresas do país, sofreu queda de -3,18% e o Ibovespa, que reúne um número menor de empresas, caiu -3,04% no período. O Trend Valor, que foca em empresas com bons fundamentos, se desvalorizou -3,18%. O único e relativo respiro veio do IDIV, índice de dividendos da bolsa, que caiu -0,79% no mês.

No acumulado do ano, os resultados são negativos para todos os índices e fundos, com o IBRX 100 e Ibovespa chegando a perdas de -8,57% e -9,01%. O cenário de estresse marca um descolamento forte da renda variável em relação aos resultados fora da curva que foram obtidos em 2023. Para lembrar, o Trend Valor teve alta de impressionantes 42,80%; seguido por 26,84% do IDIV; 22,28% do IBOV e 21,28% do IBRX 100.

Por outro lado, a diversificação global em renda variável, um dos pilares do nosso trabalho de consultoria, mais uma vez teve um efeito bastante positivo e aliviou a intensidade das perdas no mercado nacional. Uma alocação em WRLD11, que captura a maior parte das ações listadas mundo afora, teria gerado ganhos de 5,37% (em reais) no mês e um acumulado de 16,85% no ano.

Outros prêmios, como das ações de valor, que passam por baixa momentânea no Brasil, entregaram resultados igualmente relevantes. No mês de maio, BIVE39, que filtra o índice S&P 500 para capturar as ações com melhores fundamentos, teve alta de 5,10% (em reais) e uma alta bem expressivas de 20,31% no ano de 2024.

Esse efeito, que resulta em parte de uma subida de 8,27% no preço do dólar, deixa muito clara a importância de dividir as alocações mais arriscadas entre ativos dentro e fora do Brasil, sem que seja sequer necessário enviar recursos para o exterior.

Confira **performance** das Carteiras **Portfel**

PORTFEL CONSULTORIA

JUNHO

CARTEIRAS
PORTFEL

TIME DE RESEARCH



Com todos esses pontos em mente,

podemos finalmente olhar para a performance das carteiras Portfel, tanto no mês de maio quanto no acumulado de 2024. Lembramos a todos(as), sempre, que o retorno dessas carteiras é apenas um norte para realizar eventuais comparações. Isso porque, na prática, o resultado de quaisquer duas carteiras tende a ser sempre muito diferente, tanto para mais quanto para menos.

O mês de maio foi positivo para as quatro carteiras modelo Portfel, como você pode ver na tabela em anexo. A carteira conservadora, que consiste apenas em ativos atrelados ao CDI, venceu mais uma vez o indicador, marcando alta de 0,88% contra 0,83% da taxa livre de risco. A retomada do IMA-B5 permitiu também uma retomada da carteira moderada, que igualou os 0,88% da carteira conservadora.

Os destaques, no entanto, vão para as carteiras arrojada e agressiva, que se beneficiaram bastante das alocações em renda variável internacional, além de uma parcela em ativos atrelados ao CDI e inflação. Enquanto o Ibovespa, principal indicador acionário do país, caiu -3,04% as carteiras arrojada e agressiva tiveram ganho de 0,91% e 0,88%.

O impacto de uma alocação de qualidade se torna ainda mais evidente quando olhamos para o acumulado de 2024. Enquanto o

Ibovespa registra baixa de -9,01%, as carteiras arrojada e agressiva sobem 3,81% e 2,44% no período, mesmo com alocações relevantes em renda variável nacional.

A carteira moderada, que vem sofrendo com a baixa dos papéis atrelados ao IPCA e IMA-B5, teve ganho de 4,15% em 2024, aos poucos fechando a diferença aberta pelo CDI, que ganha 4,40% no ano. A carteira conservadora, devido ao perfil de risco-retorno muito mais controlado, é a que tem a maior alta do ano, chegando à marca de 5,10%.

Veja os resultados na próxima página.



Resultado das **carteiras Portfel**

/24

Carteira	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	...	2024
Conservadora	1,17%	0,96%	1,01%	0,98%	0,88%	-	...	5,10%
Moderada	0,99%	1,00%	0,89%	0,33%	0,88%	-	...	4,15%
Arrojada	0,29%	1,15%	1,55%	0,14%	0,91%	-	...	3,81%
Agressiva	-0,69%	1,25%	1,72%	-0,72%	0,88%	-	...	2,44%
CDI	0,97%	0,80%	0,83%	0,89%	0,83%	-	...	4,40%
Ibovespa	-4,79%	0,99%	-0,71%	-1,70%	-3,04%	-	...	-9,01%



Resultado das **carteiras Portfel**

/23

Carteira	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2023
Conservadora	-	-	1,03%	0,90%	1,09%	1,00%	4,08%
Moderada	-	-	0,66%	0,29%	1,43%	1,35%	3,79%
Arrojada	-	-	-0,12%	-0,47%	2,76%	2,35%	5,54%
Agressiva	-	-	-0,58%	-1,42%	4,17%	3,43%	5,60%
CDI	-	-	0,97%	1,00%	0,92%	0,90%	3,84%
Ibovespa	-	-	0,71%	-2,94%	12,54%	5,38%	15,94%