

Montagem de Portfólios: Estudo de Fundos

Imobiliários no Brasil

Ginne Siqueira Diniz¹

A pandemia do Covid-19 trouxe uma nova recessão ao Brasil. O PIB – Produto Interno Bruto, caiu 2,2%, enquanto a moeda nacional desvalorizou 23%. O COPOM, Comitê de Política Monetária, abriu a possibilidade de cortar ainda mais a taxa básica de juros, a Selic, atualmente cotada a 2% a.a. E, mesmo com a forte redução da atividade econômica o Ibovespa apresentou forte recuperação.

O índice Bovespa tem apresentado grande volatilidade nos últimos meses, após quatro anos fechando com ganhos expressivos e alcançar os 119.528 pontos, com a pandemia chegou a cair quase 50%, e apesar da deterioração dos fatores macroeconômicos voltou a subir, acumulando ganhos de 39%, no período de abril/20 a agosto/20. Considerando a volatilidade e os momentos de incerteza no mercado frente a crise e conseqüentes variações nos preços dos ativos, definir as melhores estratégias na gestão de riscos e montagem de portfólios tornou-se um desafio. No entanto, o investidor tem tentado acertar a direção do mercado e migrar para ativos que possam oferecer melhores rentabilidades.

Os fundos imobiliários surgem como uma alternativa para a diversificação da carteira. Com os juros em queda, e menor atratividade da renda fixa, investidores mais conservadores preferem aplicar seus recursos em imóveis, no entanto, esse segmento de aplicação, além apresentar pouca liquidez, apresentam maiores custos, fato que vem contribuindo para o desenvolvimento do mercado de fundos imobiliários. Segundo dados consolidados de fundos de investimentos da ANBIMA, essa classe de fundos cresceu 12% até julho, em relação ao ano anterior. Além disso, o índice de fundos de investimento imobiliário (IFIX), indicador de desempenho dos fundos imobiliários negociados na B3, apesar de apresentar desempenho negativo no ano, vem demonstrando recuperação com rentabilidade positiva desde abril/20.

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) aplicam seus recursos em diversos tipos de investimentos imobiliários, sendo que os ativos que compõe o fundo são determinantes para o seu desempenho. A Instrução CVM 472/2008 dispõe que o FII deve definir, em seu regulamento, os segmentos em que atuará e a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados, identificando os ativos que podem compor o patrimônio do fundo e os requisitos de diversificação de investimentos. Dessa forma, esses fundos são classificados por tipos, geralmente apresentam menor volatilidade que a renda variável, e, em tempos de baixa taxa de juros, melhor desempenho em relação a renda fixa.

Com o objetivo de verificar o desempenho dos fundos de investimentos imobiliários, este estudo analisou retornos diários dos FIIs listados na B3 nos últimos 3 anos, agosto/2017 a agosto/2020, abordando os indicadores de desempenho, Alfa de Jensen, que mede o retorno adicional gerado face à rentabilidade estimada pelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), e o índice de Sharpe que mede o retorno em relação ao risco que corre. Também foi analisado a influência do Patrimônio líquido e do volume de negociação nos retornos desses fundos.

¹ Mestranda em Economia pelo IDP. Possui MBA em Administração Financeira e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas e Bacharelado em Ciências Econômicas pela Universidade Católica de Brasília. Atualmente é especialista no Postalis.

Com os dados das cotações diárias do FIs no período de agosto/2017 a agosto/2020, obtidos por meio do site Yahoo Finance, foi quantificado o desempenho dos fundos. A partir de uma amostra de 202 fundos negociados na Bovespa, e considerando informações completas para o período de 36 meses, foram selecionados 80 fundos. Por meio da análise do alfa de Jensen e do índice de Sharpe, foram selecionados 41 fundos que apresentaram resultados positivos nas janelas de 12 meses, 24 meses e 36 meses. Quando o resultado é positivo significa que o fundo utilizou a estratégia correta, a medida negativa indica que o retorno não justifica o risco incorrido.

Conforme teoria econômica, há um prêmio de risco pela liquidez reduzida. Então aplicando o critério de liquidez, dos 41 fundos selecionados, passa a compor a amostra apenas 22 fundos, aqueles que constam na carteira do IFIX, que segundo metodologia aplicada pela B3, deve ter presença de 95% de pregão, no período de vigência das três carteiras anteriores.

O desempenho médio, no período de agosto/2017 a agosto/2020, dos 22 FIs selecionados em comparação a renda fixa (Selic), e a renda variável (Ibovespa), podem ser visualizados no gráfico a seguir.



Observa-se que em relação ao período estudado, embora os FIs “vencedores” tenham apresentado melhor desempenho que a renda fixa, incorreu em um risco bem maior que o do seu indicador, o IFIX, equiparando-se ao risco da renda variável, porém com rentabilidade menor. Ainda, na análise da volatilidade, o cálculo do coeficiente de correlação amostral entre os FIs e Ibovespa resultou em valores próximos de zero, evidenciando que existe pouca dependência entre as volatilidades observadas, sendo uma alternativa à diversificação.

Importante avaliar os FIs por suas estratégias de investimento, ou seja, classificá-los de acordo com o segmento de alocação, tendo em vista sua política de investimentos, e assim avaliar seu desempenho em função da seleção de ativos ao longo do tempo. Utilizando novamente o índice de Sharpe para medir o retorno em relação ao risco incorrido, fundo por fundo, as melhores performance foram em logística, lajes corporativas e títulos e valores mobiliários, com fundos classificados em 1º, 2º e 3º lugar respectivamente. As médias do risco e retorno de cada segmento, referentes ao período de 36 meses, estão demonstradas na tabela abaixo.

Segmento	Risco	Retorno	Quantidade de Fundos
Educacional	20,65%	62,82%	1
Escritórios	30,75%	57,55%	3
Híbrido	20,50%	47,51%	4
Lajes Corporativas	28,69%	47,70%	3
Logística	24,51%	89,22%	4
Shoppings	25,85%	30,17%	1
Títulos e valores mobiliários	22,34%	52,58%	6

Para verificar se existe influência na rentabilidade dos fundos imobiliários do seu Patrimônio líquido ou do seu volume negociado, foi aplicado um modelo de regressão linear por meio do método de estimação de mínimos quadrados ordinários (MQO), com os dados de agosto/2019 a agosto/2020, por meio do *software RStudio*, para os 41 FIs inicialmente selecionados. E, conforme resultados obtidos, t value -0,454 (variável patrimônio líquido) e 0,154 (variável volume), e R^2 ajustado -0,03923, os dados indicam que essas variáveis são pouco relevantes, sugerindo baixíssima influência na rentabilidade.

Esse estudo conclui que os fundos de investimentos imobiliários apresentaram uma boa relação risco/retorno tendo em vista que da amostra de 80 fundos, 41 deles obtiveram desempenho positivo ao longo do tempo, janela de 12 meses, 24 meses e 36 meses. Quando aplicado o critério de liquidez, houve uma redução da amostra, contudo o percentual de fundos elegíveis (27%) ainda é representativo.

Os retornos foram expressivos quando comparados ao desempenho da renda fixa. E, apesar da volatilidade apresentada, a aplicação em fundos imobiliários apresenta-se como alternativa de diversificação da carteira, tendo em vista sua baixa correlação com o Ibovespa.

Referências

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Consolidado Histórico de Fundos de Investimento Abril/2020. Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento.htm. Acesso em: 01 de setembro de 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 472/2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>. Acessado em 01 de setembro de 2020.