

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ATIVIDADE DE INVESTIDORES FRENTE A CHOQUES DE  
INCERTEZA: EVIDÊNCIAS DOS MERCADOS DE FUNDOS DE  
AÇÕES NO BRASIL EM DIFERENTES FASES DA COVID-19

Thomas Viana Mosley  
Número de Matrícula: 2112731

Orientador: Walter Novaes Filho

11/2024

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ATIVIDADE DE INVESTIDORES FRENTE A CHOQUES DE  
INCERTEZA: EVIDÊNCIAS DOS MERCADOS DE FUNDOS DE  
AÇÕES NO BRASIL EM DIFERENTES FASES DA COVID-19

Thomas Viana Mosley

Número de Matrícula: 2112731

Orientador: Walter Novaes Filho

11/2024

*Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.*

Assinatura:

Handwritten signature of Thomas Mosley in black ink, enclosed in a light yellow rectangular box.

*As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor*

# **Agradecimentos**

*Dedico este trabalho a todos que me apoiaram ao longo dessa jornada, especialmente aos meus colegas de curso, professores e ao meu orientador, que foram essenciais para o meu crescimento acadêmico. Acima de tudo, sou profundamente grato aos meus pais, por sempre acreditarem em mim e por tornarem este meu sonho uma realidade.*

# Sumário

<b>1. Resumo</b> .....	<b>5</b>
<b>2. Introdução</b> .....	<b>6</b>
<b>3. Motivação</b> .....	<b>7</b>
<b>6. Fontes de Dados</b> .....	<b>8</b>
<b>5. Método</b> .....	<b>9</b>
<b>6. Resultados</b> .....	<b>14</b>
<b>7. Conclusão</b> .....	<b>27</b>
<b>8. Referências Bibliográficas</b> .....	<b>30</b>

# Resumo

A pandemia de Covid-19 teve um impacto profundo na economia global, levando a uma desaceleração econômica em diversos países. No Brasil isso não foi diferente, visto que o PIB sofreu uma queda acentuada durante os períodos mais críticos da pandemia, refletindo a retração generalizada na atividade econômica. Esse declínio afetou diretamente o mercado de ações brasileiro, resultando em volatilidade significativa na performance dos fundos de investimento. Investidores enfrentaram grandes perdas no geral, e o momento foi marcado por muita incerteza e medo nos mercados financeiros.

Dito isso, o tema “*Atividade de investidores frente a choques de incerteza: evidências dos mercados de fundos de ações no Brasil em diferentes fases da Covid-19*” se trata de um estudo sobre o comportamento dos fundos de ações livres no Brasil e a diferença do seu comportamento antes, durante e depois da crise da Covid-19, analisando diversos parâmetros dos fundos de ações livres, como sua performance, aplicações, resgates, métricas de risco, entre outros. Surpreendentemente, não há trabalhos na literatura de finanças quantificando a reação dos investidores frente aos choques da Covid-19 e os seus impactos no mercado de ações brasileiros. Assim, o objetivo principal desta monografia é preencher parte desta lacuna.

Os resultados do estudo demonstram que, durante a pandemia, os investidores de fundos de ações no Brasil adotaram uma postura conservadora, priorizando a proteção do capital. Essa tendência se refletiu na redução das aplicações e na migração para fundos mais resilientes, evidenciando uma clara aversão ao risco. Embora a rentabilidade dos fundos de ações brasileiras tenha ficado abaixo do Ibovespa, a pesquisa indica que a gestão ativa e a diversificação ajudaram a mitigar diversos tipos de risco, proporcionando maior estabilidade em um contexto de alta volatilidade. As análises de risco e retorno reforçam a ideia de que a incerteza alterou significativamente o comportamento dos investidores, evidenciando a importância da estratégia adotada pelos gestores de ações.

# Introdução

Analisar o comportamento dos fundos de ações livres em diferentes cenários econômicos é essencial para compreender as decisões dos investidores nessa classe de ativos. Esta pesquisa busca explorar, de forma aprofundada, o impacto da pandemia de Covid-19 nesse mercado, examinando como a crise influenciou o desempenho dos fundos ao longo da última década e, conseqüentemente, alterou o comportamento dos investidores frente aos choques de incerteza.

Ao examinar o comportamento desses fundos durante períodos de crise, como as diferentes fases da pandemia, podemos obter *insights* valiosos sobre sua resiliência e capacidade de adaptação a condições adversas de mercado. Ao compreender como esses investimentos respondem a momentos de instabilidade econômica e volatilidade do mercado, os investidores podem tomar decisões mais informadas e estratégicas. Além disso, gestores de fundos podem ajustar suas estratégias de investimento para melhor atender às necessidades e expectativas dos seus cotistas. Por fim, formuladores de políticas também podem utilizar as conclusões desta pesquisa para desenvolver medidas que promovam a estabilidade e o crescimento sustentável do mercado financeiro brasileiro.

A pandemia de COVID-19 foi escolhida para determinar os choques deste estudo pois ela trouxe muita incerteza para a economia brasileira, refletida na queda de 4,1% do PIB em 2020 e na desvalorização do real frente ao dólar, que superou 30%. No mercado financeiro, a volatilidade do Ibovespa dobrou, saltando de 20% para 40% ao ano, com quedas nos retornos do índice. Esses indicadores evidenciam a reação dos investidores aos choques econômicos e a percepção de risco elevada, demonstrando a incerteza sobre o futuro da economia real e financeira do país.

Dito isso, por meio deste trabalho, espero fornecer informações valiosas que contribuam para uma melhor compreensão do comportamento dos investidores de fundos de ações livres em momentos de incerteza e suas interações com o ambiente macroeconômico mais amplo.

# Motivação

A escolha deste tema é de extrema relevância para a área de finanças, pois permite uma compreensão aprofundada sobre como investidores enfrentam choques de incerteza, fornecendo informações úteis para economistas e demais investidores. O estudo examina o comportamento do mercado de fundos de ações brasileiras em diferentes fases da crise da Covid-19, revelando dados valiosos sobre como os investidores podem se preparar para eventos extremos, como possíveis *Black Swans* ou crises financeiras globais no futuro. Dessa forma, os resultados desta pesquisa não apenas ajudam os investidores a tomar decisões mais racionais e coerentes em momentos de instabilidade, mas também auxiliam formuladores de políticas a antecipar e mitigar os impactos desses eventos sobre o cenário macroeconômico. Ao destacar estratégias eficazes de preservação de capital e comportamento dos fundos de ações em períodos de crise, o estudo contribui para o entendimento do papel da resiliência em ambientes de alta volatilidade, ajudando a construir uma base sólida para decisões informadas e mais seguras no mercado financeiro.

# Fontes de Dados

Os dados utilizados nesta pesquisa foram adquiridos nas seguintes fontes:

**ANBIMA DATA.** Disponível em: <https://data.anbima.com.br/fundos>.

**MAIS RETORNO.** Disponível em: <https://maisretorno.com/>.

**BLOOMBERG.** Bloomberg Terminal.

# Método

A metodologia desta pesquisa tem início com a seleção de todos os fundos que atendem aos critérios para serem classificados como fundos de investimento direto em ações brasileiras (Fundos *Masters*). Com essa amostra consolidada, foi desenvolvido um índice representativo do mercado de fundos de ações, permitindo uma análise mais precisa sobre o comportamento dos investidores diante de cenários de incerteza nesse segmento. Optou-se por não utilizar o Ibovespa como *proxy* para representar o mercado de fundos de ações devido às diferenças significativas entre a composição do índice e os ativos efetivamente investidos pelos gestores desses fundos, uma questão que será detalhada ao longo do estudo.

O processo de seleção dos fundos para a amostra foi conduzido visando garantir uma representação fiel do mercado de fundos de investimento com alocação direta em ações brasileiras (Fundos *Masters*). O objetivo foi evitar a inclusão de fundos que investem em outros fundos, os chamados *Feeders*, para prevenir a dupla contagem, bem como excluir fundos que seguem índices de mercado, que não seriam representativos do comportamento ativo dos investidores.

A escolha da nomenclatura dos fundos desempenha um papel crucial na distinção entre diferentes tipos de fundos de investimento. De acordo com as regulamentações da CVM, fundos que utilizam denominações específicas (como “Ações”, “Ativo”, “*Long Only*” e diversas outras) devem seguir critérios de alocação específicos, o que facilita a separação entre fundos de gestão ativa e passiva, em conformidade com a Instrução CVM 555/2014, que estabelece que “*o fundo deve, em sua denominação, adotar expressão que permita identificar sua classificação, de acordo com os ativos que compõem sua carteira*”.

Já a respeito dos fundos que utilizam a denominação “*Feeder*” (ou designações similares), eles são obrigados, conforme o Art. 113 da Instrução CVM 555/2014, a divulgar que “*seus recursos são predominantemente aplicados em cotas de outro fundo de investimento, denominado Master*” e a informar claramente no regulamento e no prospecto que seu objetivo é investir majoritariamente em cotas desse fundo principal. Essa obrigação normativa de transparência torna mais clara sua exclusão da amostra para análise de estratégias independentes.

Essas diretrizes regulatórias, voltadas para a transparência e proteção dos investidores, permitem que a classificação dos fundos seja feita com maior precisão, evitando interpretações equivocadas sobre suas estratégias e estruturas operacionais. Como previsto pela CVM, esse enquadramento específico garante clareza e consistência na categorização dos fundos, assegurando uma separação fiel entre os tipos de estratégia e estrutura.

Além disso, a análise da composição das carteiras dos fundos também oferece *insights* valiosos. Através da avaliação detalhada dos ativos que os fundos mantêm, é possível identificar se a alocação está focada em ações de empresas brasileiras ou se há exposição a outros mercados e classes de ativos. Além disso, o nível de concentração da carteira pode ser utilizado para diferenciar fundos de gestão ativa daqueles que apenas replicam índices de mercado. Esse exame detalhado dos portfólios contribui para garantir que apenas fundos com exposição direta ao mercado de ações brasileiro sejam incluídos na amostra, eliminando vieses que poderiam surgir com a inclusão de fundos que adotam estratégias ou mercados distintos.

Desse modo, foi definido os seguintes critérios:

- Ausência de qualquer relação à fundos *Feeders* na nomenclatura do fundo

Exemplo: Fundos com “FIC”, “FC”, “FI EM COTAS DE FI”, “FI EM COTAS”, “FOF”, “FEEDER”, “Access”, “Acesso”, “COTAS DE FI”, “ADVISORY”, “ADV”, “FOF” ou “FUND OF FUNDS” em seu nome

- Ausência de qualquer relação à fundos de índice ou de criptomoedas na nomenclatura do fundo.

Exemplo: Fundos com “BITCOIN”, “ETF”, “INDEX” ou “TREND” em seu nome

- Os ativos do fundo não podem ter mais de 50% de sua composição alocada em “Valores a Receber”, “Valores a Pagar”, “Cotas de Fundos” e “Operações Compromissadas”. Portanto, se a soma desses itens ultrapassar 50% do total dos ativos, o fundo será excluído da amostra.
- Mais de 50% dos ativos do fundo devem estar alocados em renda variável, como “Ações” ou outras classificações equivalentes, para garantir o foco em investimentos diretamente ligados ao mercado acionário brasileiro
- Fundos que investem no exterior, como em BDRs, podem ser incluídos na amostra, desde que a maior parte de seus investimentos em renda variável esteja direcionada a ativos de empresas brasileiras, assegurando sua relevância para o mercado local
- Fundos cancelados entram na lista

As carteiras dos fundos operacionais analisadas são respectivas de Maio de 2024, e dos fundos cancelados são do seu respectivo último mês operacional.

Em alguns casos, os últimos meses dos fundos que foram cancelados não refletiam a alocação usual durante seu período de operação, mas sim um período de transição para a liquidação dos ativos. Portanto, foi considerada a alocação do último mês que apresentava consistência com o histórico do fundo para garantir uma análise mais precisa.

Assim, ao definir estes critérios para classificar os fundos de investimento direto em ações brasileiras (fundos de ações *Master*), os fundos que não atendiam aos critérios de nomenclatura foram automaticamente desconsiderados. Para analisar os demais critérios, foi preciso analisar a alocação das carteiras dos fundos no site “Mais Retorno”, no qual demonstra as principais informações de todos os fundos do Brasil, além de que todos os seus dados são obtidos diretamente da CVM.

Além disso, deve-se mencionar que a lista inicial da análise de todos os fundos de ações brasileiras foi definida no site da Anbima “Anbima Data” através dos seguintes filtros nos fundos brasileiros:

- Classe Anbima: Ações
- Tipo Anbima: Ações Livres

Nota-se que todos os dados referentes aos fundos foram obtidos por meio do *Bloomberg Terminal*, utilizando as fórmulas específicas da Bloomberg no Excel. Essas fórmulas são integradas ao Excel, facilitando a manipulação e o processamento das informações coletadas. As fórmulas utilizadas ao longo desta pesquisa foram: *LAST\_PRICE*, *FUND\_NET\_ASSET\_VAL*, *NEW\_SALES* e *TOTAL\_REDEMPTION\_FUNDS*.

O período de maio de 2014 até abril de 2024, no qual os dados foram obtidos, também foi dividido em três fases de acordo com a pandemia da Covid-19: antes, durante e depois. A Organização Mundial da Saúde declarou oficialmente a pandemia em 11 de março de 2020 e o fim da emergência de saúde pública em 5 de maio de 2023. Portanto, os dados de maio de 2014 até fevereiro de 2020 foram classificados como “antes”, de março de 2020 até abril de 2023 como “durante” e de maio de 2023 até abril de 2024 como “depois”.

Um dos métodos adotados nesta pesquisa foi a criação de um índice único que representa o mercado de fundos de investimento direto em ações brasileiras, visando analisar o comportamento dos investidores antes, durante e após a crise da Covid-19. A partir da base de dados obtida, o índice proporciona uma visão abrangente do desempenho e dos riscos associados a esse nicho em períodos de crise financeira. Os resultados foram comparados com o Ibovespa, que atua como o *benchmark* da classe de ativos, permitindo uma melhor compreensão das dinâmicas do mercado. Para evitar o *Survivorship Bias* — que ocorre quando se foca apenas nos fundos que sobreviveram e se ignora aqueles que

foram encerrados — os fundos cancelados durante o período de análise foram mantidos na amostra, assegurando uma avaliação mais precisa e imparcial do desempenho dos fundos *Masters* de ações brasileiras.

Para garantir que o índice fosse representativo, foi necessário atribuir um peso a cada fundo. Isso ocorre porque diferentes fundos têm diferentes tamanhos e, portanto, representam diferentes porções do mercado. Assim, o patrimônio mais recente de cada fundo foi utilizado para determinar seu peso específico dentro do índice. Assim, com os pesos dos fundos determinados, foi possível agregar as rentabilidades mensais de cada fundo, ponderando-as de acordo com seu peso no mercado. Dessa forma, a rentabilidade mensal do mercado como um todo foi calculada de maneira precisa e representativa.

O índice dos fundos *Masters* também foi utilizado para investigar a relação entre a rentabilidade dos fundos de ações e o desempenho do Ibovespa, através da aplicação de uma regressão linear. Essa abordagem permitiu entender a sensibilidade do índice em relação ao mercado (Ibovespa neste caso), enquanto as estatísticas descritivas da regressão forneceram uma visão mais clara do comportamento dessas variáveis.

Também foi conduzida uma análise detalhada das aplicações e resgates desses fundos, com o intuito de entender mais profundamente o comportamento dos investidores nos três períodos em questão. Essa investigação permitiu avaliar não apenas o apetite ao risco dos investidores, mas também as estratégias que eles adotaram em resposta às diferentes condições do mercado. Essa compreensão é essencial para compreender como que a incerteza dos mercados influencia as decisões de investimento e a dinâmica do fluxo de capital nos fundos analisados.

Além disso, outro estudo realizado para compreender o comportamento dos fundos ao longo dos últimos dez anos foi examinar a evolução do NAV, a variação do NAV, o retorno anualizado e o desvio-padrão dos retornos anualizados. O foco principal foi entender como a crise da Covid-19 afetou esses indicadores. Para isso, foram calculadas as médias e medianas destes respectivos indicadores. Ademais, o retorno anualizado dos fundos foi calculado com base nas cotas mensais, evitando assim a influência de aportes e resgates na avaliação da rentabilidade. O desvio-padrão dos retornos foi obtido a partir do desvio-padrão dos retornos mensais, multiplicado pela raiz de 12, com o objetivo de anualizar o desvio-padrão.

Nos cálculos dos dados mencionados no parágrafo anterior, os pesos de cada fundo na amostra não foram considerados, diferentemente da análise de rentabilidade. O foco deste estudo está em compreender as mudanças na indústria de forma agregada ao longo do tempo, e não em compará-las com um índice de referência, como o Ibovespa, utilizado na análise de rentabilidade. No caso da rentabilidade, desconsiderar os pesos dos fundos levaria a resultados distorcidos sobre o desempenho da indústria. Contudo, neste caso,

a exclusão dos pesos ainda permite uma análise consistente das variações temporais nos dados estudados.

Outra análise também feita nesta pesquisa foi o estudo da diferença entre os fundos com melhor e pior retorno ajustado ao risco. Utilizando a Razão de Sharpe dos fundos, que mede a relação risco-retorno de cada fundo ao longo destes dez anos, a amostra foi dividida com base na mediana do índice (Sharpe Mediano = 0,9518): fundos com Sharpe acima da mediana foram classificados como os de melhor retorno ajustado ao risco, e os abaixo da mediana, como os de pior retorno ajustado. Portanto, buscando entender a diferença no comportamento entre ambos os grupos durante os três períodos da pesquisa.

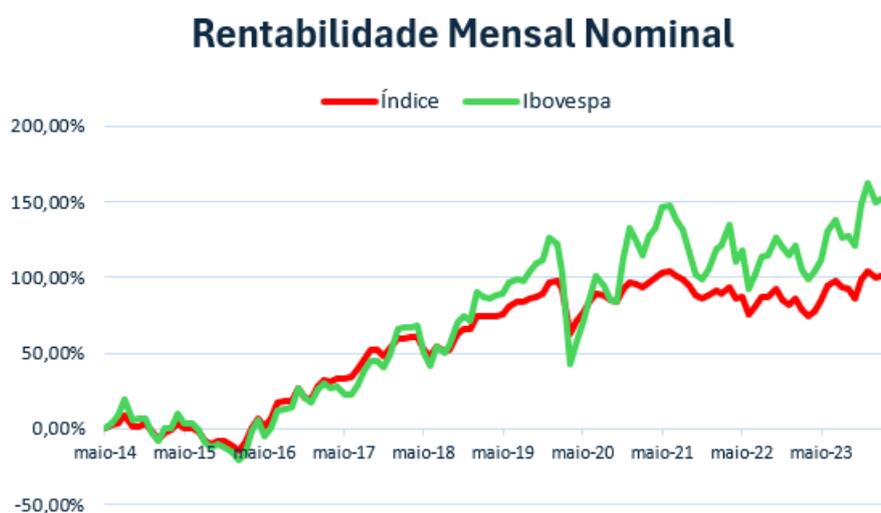
# Resultados

## Rentabilidade e Spread

Até o momento, os resultados obtidos nos parâmetros estudados demonstram um impacto significativo da crise da Covid-19 no mercado de fundos de investimentos diretos em ações brasileiras quando comparados ao seu índice de referência, o Ibovespa. Para entender melhor essa comparação, é importante destacar que há uma discrepância considerável no desvio-padrão entre o índice dos fundos e o Ibovespa. Especificamente, o desvio-padrão do índice dos fundos é de 0,38, enquanto o do Ibovespa é de aproximadamente 0,52.

A diferença encontrada indica que o índice dos fundos apresenta menor volatilidade em relação ao Ibovespa. Dessa forma, essa menor volatilidade pode influenciar a forma como os impactos da crise da Covid-19 são percebidos nos dois índices. Antes de proceder com a análise comparativa do período antes, durante e depois da crise, é crucial ter essa diferença de volatilidade em mente, pois ela pode afetar as conclusões sobre a performance relativa dos fundos de investimento em ações brasileiras e do Ibovespa.

Segue abaixo os gráficos das rentabilidades mensais de ambos os índices, em termos nominais e reais, ilustrando a variação ao longo do tempo e destacando o impacto da crise da Covid-19 nas suas performances.



## Rentabilidade Mensal Real



Além da distinção mencionada, uma outra diferença identificada na análise está na média do *spread* entre o índice de fundos de ações *Masters* brasileiros e o Ibovespa nos períodos antes, durante e depois da pandemia de Covid-19. Antes da pandemia, o *spread médio* era de -0,04% por mês. Durante a pandemia, essa média caiu para -0,67% por mês, e depois da pandemia em -0,65% por mês. Esses dados indicam uma deterioração significativa na performance relativa dos fundos em relação ao Ibovespa durante a crise, demonstrando que os efeitos adversos persistiram mesmo após o término do evento crítico, já que a diferença entre os períodos durante e depois da crise se mostra pouco significativa. Esse comportamento evidencia o impacto prolongado da pandemia sobre os fundos, refletindo possíveis dificuldades em retomar a competitividade em relação ao Ibovespa mesmo com a estabilização dos mercados. É possível dizer que fatores estruturais ou mudanças no comportamento dos investidores durante a pandemia tenham contribuído para manter esse *spread* desfavorável.

Adicionalmente, é importante considerar que muitos desses fundos *Masters* aplicam uma taxa de administração anual de 2%, além de uma taxa de performance de 20% sobre os retornos que excedem o benchmark (geralmente sendo Ibovespa). Essas taxas impactam diretamente a rentabilidade dos fundos, reduzindo seu desempenho líquido. Sem a aplicação dessas taxas, é provável que a performance dos fundos fosse mais próxima do Ibovespa, resultando em um *spread* menor entre o índice dos fundos *Masters* de ações brasileiras e o índice de mercado. Desse modo, destacando o peso que os custos operacionais exercem sobre a capacidade competitiva desses fundos.

Segue abaixo os gráficos do *Spread* entre o Índice e o Ibovespa ao longo do tempo e o da média da variação mensal do *Spread*. Esses gráficos fornecem uma visualização clara de como essa relação se alterou durante o período analisado, bem como a consistência dessa diferença ao longo dos meses.

## Spread Índice X Ibovespa



## Variação mensal do Spread

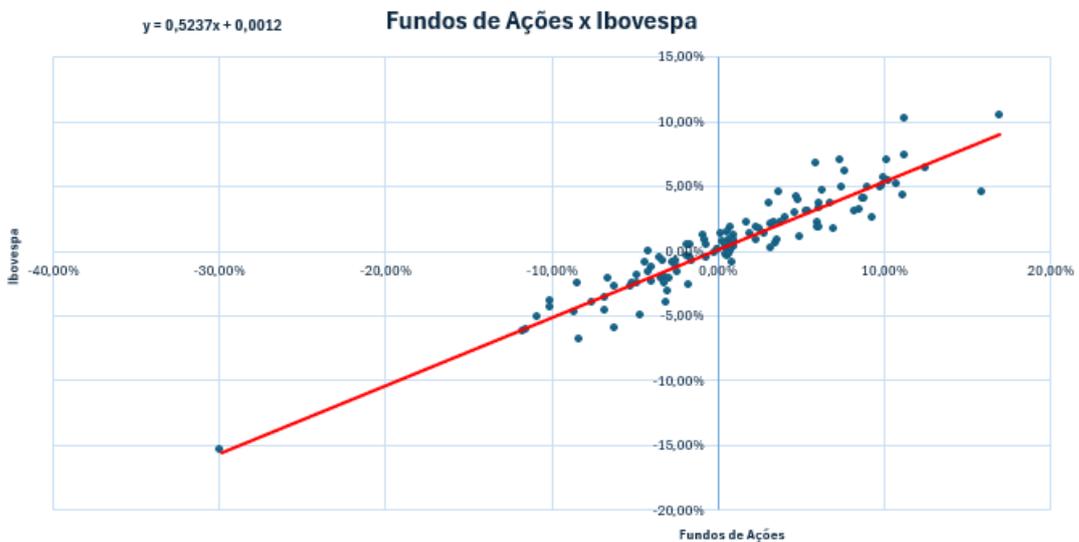


Portanto, a análise acima demonstra que a crise da Covid-19 teve um impacto relevante na rentabilidade e volatilidade dos fundos de ações brasileiras, especialmente quando comparados ao Ibovespa, refletindo o comportamento dos investidores em momentos de alta incerteza. Observou-se que, enquanto os fundos apresentaram um desvio-padrão de 0,38, o Ibovespa registrou uma volatilidade maior, de 0,52. Essa menor volatilidade nos fundos está diretamente relacionada à gestão ativa dos ativos e riscos pelos gestores, que procuraram suavizar os impactos de choques de incerteza durante a crise. No entanto, as taxas de administração e performance dos fundos também exerceram um papel importante nesse desempenho comparativo, representando custos adicionais associados à escolha pela gestão ativa. Dessa forma, embora os fundos tenham oferecido uma proteção adicional contra a volatilidade, sua rentabilidade relativa ficou abaixo do índice de referência em períodos de crise, o que é um reflexo não apenas das taxas, mas também das mudanças no comportamento dos investidores frente a um cenário de extrema incerteza.

Isso demonstra como a crise da Covid-19 afetou a atividade dos investidores, levando a uma maior cautela dos gestores de fundos e influenciando a competitividade no mercado de fundos de ações no Brasil, mesmo após a estabilização dos mercados pós-crise.

## Regressão e Estatísticas Descritivas

Para realizar uma análise detalhada a respeito dos fundos de ações em relação ao do Ibovespa, foi conduzida uma regressão linear com o objetivo de compreender a natureza da relação entre essas duas variáveis. Segue abaixo as variáveis da regressão linear, o gráfico da regressão e a tabela com as estatísticas descritivas, que oferecem uma visão do comportamento dessas variáveis, permitindo uma avaliação mais fundamentada da correlação e dos impactos do índice de mercado sobre o desempenho dos fundos de ações.



### RESUMO DOS RESULTADOS

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,9400
R-Quadrado	0,8836
R-quadrado ajustado	0,8826
Erro padrão	0,0126
Observações	120

### ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	1	0,1420	0,1420	895,4193	6,17961E-57
Resíduo	118	0,0187	0,0002		
Total	119	0,1607			

	Coefficientes	Erro padrão	Statt	valor-P	95% inferiores	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Interseção	0,0012	0,0012	1,0598	0,2914	-0,0011	0,0035	-0,0011	0,0035
Variável X 1	0,5237	0,0175	29,9236	0,0000	0,4891	0,5584	0,4891	0,5584

Ao rodar a regressão, obtivemos dois valores essenciais para a análise econométrica: o intercepto, que se apresenta como 0,0012, e o coeficiente angular, que assume o valor de 0,5237. Estes parâmetros são comumente referidos como Alfa e Beta, respectivamente.

$$y = \alpha + \beta x$$

que pode ser reescrita como:

$$y = 0,0012 + 0,5237x$$

Ao analisar o gráfico, observa-se uma correlação significativa entre os fundos de ações e o Ibovespa. Isso se explica pelo valor do Beta, uma medida de sensibilidade que indica o quanto o retorno de um ativo ou portfólio tende a variar em relação ao mercado. Os resultados da regressão revelam que o Beta é estatisticamente significativo, visto que possui uma estatística t de 29,9236. Com um coeficiente angular inferior a 1, isso sugere que os fundos de ações apresentam uma sensibilidade parcial às variações do mercado, sendo, portanto, menos arriscados em comparação ao índice de mercado.

Esse Beta mais baixo pode ser explicado por diversos fatores. Primeiramente, muitos fundos de ações podem ter parte de sua alocação em caixa ou em títulos públicos. Conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), fundos de ações com estratégia livre devem manter um mínimo de 67% de seu portfólio em ativos de renda variável, podendo alocar o restante em outras classes de ativos, como renda fixa. Dessa forma, a alocação em ativos menos voláteis, como títulos públicos ou caixa, tende a reduzir o Beta do fundo, já que tais ativos apresentam menor sensibilidade às oscilações do mercado. Assim, é provável que a parcela do portfólio dedicada exclusivamente a ações tenha um Beta superior ao observado na regressão.

Dito isso, ainda assim é esperado que fundos de ações apresentem, de maneira geral, um Beta menor que o do mercado (Ibovespa), por mais que o Beta encontrado talvez esteja subestimando o verdadeiro risco de mercado. Isso se deve ao fato de o Ibovespa ser altamente concentrado em dois setores voláteis da economia brasileira: o setor bancário e o setor de commodities. As empresas de commodities, em particular, são fortemente influenciadas pela volatilidade dos preços de ativos como petróleo e minério de ferro (Vale e Petrobras, por exemplo). Diante desse cenário, é improvável que gestores de fundos de ações optem por replicar essa concentração, buscando, ao invés disso, uma diversificação mais ampla e menos exposta a esses setores. Essa diversificação não apenas reduz a volatilidade do portfólio, como também melhora o índice de Sharpe dos fundos, ao diminuir a variância sem comprometer o retorno esperado.

Além disso, a alta concentração setorial do Ibovespa o torna mais suscetível a riscos idiossincráticos. Qualquer evento específico que afete uma das grandes empresas do índice pode ter um impacto desproporcional no desempenho do Ibovespa. Portanto, ao

focar na análise do risco sistemático (Beta), é importante considerar também o risco não sistemático (idiossincrático), uma vez que tanto o Ibovespa quanto muitos fundos de ações não estão completamente diversificados a ponto de eliminar esse tipo de risco. Esses fatores devem ser levados em conta ao interpretar o Beta dos fundos de ações, dado que sua menor exposição a setores concentrados e sua diversificação reduzem sua sensibilidade às flutuações do mercado, mas não eliminam completamente outros tipos de risco.

Assim, embora exista uma forte probabilidade de que o Beta dos fundos de ações obtido na análise represente uma subestimação do seu verdadeiro valor, é igualmente razoável afirmar que esse Beta se situará abaixo de 1. Essa característica sugere que os investimentos em fundos de ações, em geral, são menos arriscados do que o próprio índice, o que pode ser atribuído à diversificação das carteiras dos fundos e à alocação em ativos menos voláteis. Essa análise implica que os investidores podem encontrar nos fundos de ações uma alternativa mais segura em comparação ao índice, minimizando assim a exposição a riscos excessivos enquanto ainda buscam oportunidades de retorno atrativas.

Por último, o Alfa de Jensen da regressão foi de 0,0012, com uma estatística t de 1,0598, sugerindo que o retorno adicional gerado pelos fundos de ações foi pequeno e não estatisticamente significativo. Isso porque o Alfa de Jensen mede o retorno extraordinário de um ativo, considerando seu risco sistemático. Logo, um Alfa positivo indica que o fundo entregou um retorno superior ao esperado, mas, neste caso, o valor encontrado é modesto e não estatisticamente significativo, o que sugere um desempenho levemente acima do esperado e de forma inconsistente. Desse modo, ele não deve ser classificado como uma variável relevante nesta regressão.

Portanto, a análise econométrica dos dados é crucial para entender o comportamento dos investidores frente aos choques de incerteza. A regressão linear simples entre os fundos de ações e o Ibovespa revela uma forte correlação, com 88,36% da variação nos fundos explicada pelo desempenho do índice. Esse alto índice de explicação sugere que, em contextos de incerteza, o Ibovespa serve como um bom preditor do desempenho dos fundos de ações. A significância estatística do Beta, além do baixo erro padrão do modelo, confirma a consistência da relação entre essas variáveis. Entretanto, o Beta inferior a 1 sugere que os fundos de ações possuem uma sensibilidade menor às oscilações do mercado em comparação ao Ibovespa, o que pode ser um reflexo da diversificação estratégica realizada pelos gestores de fundos. A diversificação reduz a exposição dos fundos a setores voláteis, como os bancos e as commodities, que dominam o índice, resultando em uma menor volatilidade nos fundos durante períodos de alta incerteza. Esse comportamento dos fundos de ações, aliado à menor exposição direcional ao mercado, sugere uma gestão de risco mais eficaz, permitindo aos gestores ajustar suas estratégias com mais flexibilidade. Essa característica é particularmente importante em momentos

de incerteza, pois possibilitam os gestores a protegerem os seus cotistas contra flutuações drásticas do mercado. Além disso, a menor sensibilidade direcional ao índice pode ser vista como uma vantagem dos fundos Long Bias em relação aos Long Only, pois esses últimos tendem a apresentar uma correlação mais forte com o mercado, assim, oferecendo um investimento mais estável e menos vulnerável às incertezas. Em suma, os resultados da regressão reforçam a ideia de que, embora os fundos de ações tenham uma correlação significativa com o Ibovespa, sua menor sensibilidade ao mercado e a diversificação de seus portfólios tornam-nos menos expostos aos riscos sistêmicos e, portanto, mais resilientes em períodos de alta incerteza, como o observado durante a pandemia de Covid-19. Esse comportamento sugere que os fundos de ações podem ser uma alternativa mais segura e adaptável em tempos de crise, minimizando os riscos enquanto buscam oportunidades de retorno atraentes.

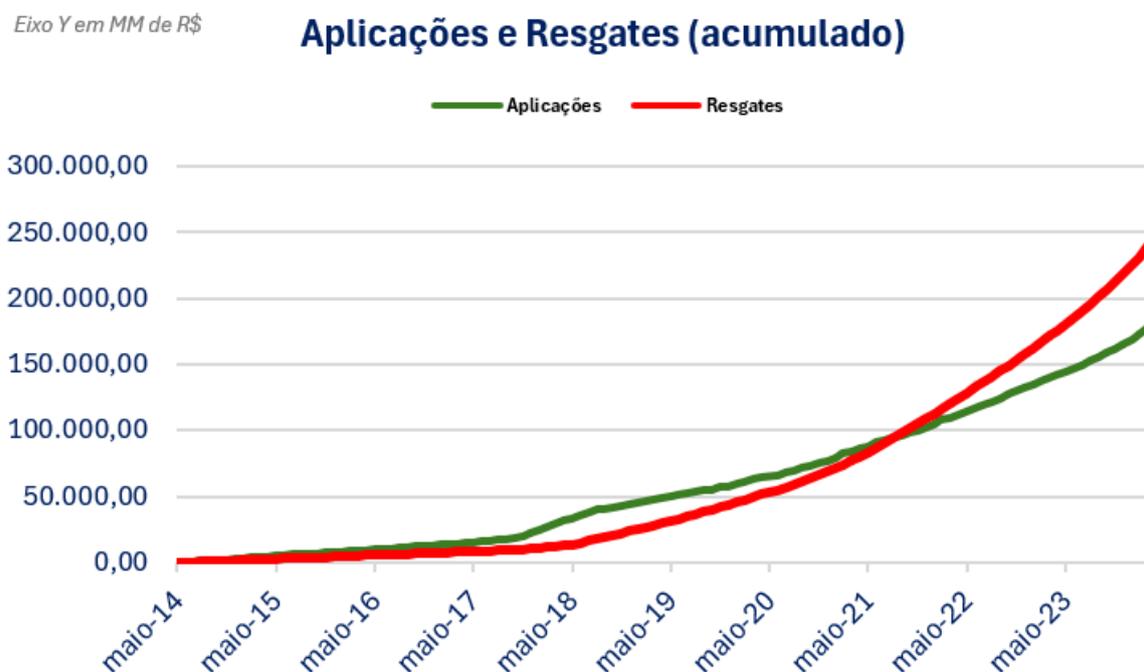
### **Aplicações e Resgates**

Outra análise realizada para compreender melhor o comportamento de investidores de fundos de investimento direto em ações brasileiras foi a das aplicações e resgates desses fundos. Utilizando os dados dos fundos da amostra coletada, foi possível determinar o total de novas aplicações e total de resgates ao longo do tempo.

Em relação às aplicações mensais, observou-se uma variação mensal média de 6,53% no período anterior à Covid-19, 0,49% durante a pandemia e 4,43% no período posterior. Isso indica que a pandemia resultou em uma desaceleração nas aplicações dos fundos *Masters* de ações brasileiras, e que, após a crise, ela voltou a níveis próximos aos anteriores, embora ainda ligeiramente abaixo. Essa queda nas aplicações durante a pandemia reflete claramente a resposta dos investidores à incerteza, já que o Brasil, além de enfrentar o impacto global da crise, sofreu uma desvalorização cambial acentuada e uma fuga de capital, devido ao seu despreparo em lidar com a crise. Nesse contexto, é natural que menos investidores estivessem dispostos a alocar capital no mercado acionário de um país emergente que foi particularmente afetado pela incerteza global gerada pela pandemia.

Por outro lado, ao analisar o comportamento dos resgates mensais dos fundos, observou-se uma variação média de 11,99% antes da pandemia de Covid-19, caindo para 2,48% durante a crise e, posteriormente, estabilizou-se em torno de 3,06%. Esses números evidenciam que a pandemia resultou em uma desaceleração dos resgates dos fundos *Masters* de ações brasileiras, com um efeito de longo prazo que perdura mesmo após o fim da crise sanitária. Essa queda acentuada na variação dos resgates sugere uma mudança no comportamento dos investidores, possivelmente, refletindo uma hesitação de resgatar o capital alocado em fundos de ações brasileiras. Apesar disso, o crescimento acumulado dos resgates desde março de 2020 superou o crescimento acumulado das aplicações, in-

dicando uma persistente saída de capital do mercado de fundos de ações no Brasil. Segue abaixo o gráfico que ilustra essas tendências:



Desse modo, a redução significativa nas novas aplicações durante a pandemia revela uma postura mais conservadora dos investidores, marcada pela hesitação em alocar capital em uma classe de ativos de alto risco em um período de extrema incerteza econômica. Esse comportamento reflete a aversão ao risco, conforme prevê a teoria financeira, uma vez que o prêmio de risco desses ativos não se ajustou para compensar o aumento da incerteza gerada pela Covid-19, reduzindo a atratividade dessa classe de ativos. Essa fuga de capital do mercado acionário brasileiro também é evidenciada pela forte desvalorização cambial do real durante o período.

Por outro lado, a queda na variação dos resgates durante a pandemia, e sua continuidade mesmo após a crise, sugere uma mudança de longo prazo no comportamento dos investidores. À primeira vista, isso pode parecer contraintuitivo, já que seria esperado que a crise aumentasse os resgates nessa classe de ativos, ainda mais ao olhar a desaceleração das novas aplicações. No entanto, há justificativas racionais para se manter um ativo após uma queda brusca, mas também é possível que momentos de alta volatilidade e incerteza levem o comportamento dos investidores a não ser racional.

Apesar de ser provável que alguns tenham resgatado suas posições no início da pandemia, uma boa parcela dos investidores mantém seus ativos após uma queda drástica por acreditarem que esses ativos agora estão mais “descontados” em relação ao valor justo

estimado. Apesar da possibilidade deste tipo de decisão racional, é possível que esta desaceleração dos resgates seja, em parte, devido a um viés comportamental irracional presente em finanças conhecido como **Efeito Disposição**. Esse viés leva investidores a manter ativos em prejuízo, esperando uma recuperação, enquanto realizam o lucro vendendo aqueles que estão com ganhos. Esse comportamento está ligado à aversão a perdas, onde as perdas são sentidas mais intensamente do que os ganhos, influenciando decisões que podem não maximizar o retorno esperado e, logo, não sendo racionais.

Portanto, a queda nas novas aplicações durante a pandemia demonstrada acima reflete a postura mais cautelosa dos investidores diante a cenários de incerteza econômica, onde a aversão ao risco se torna mais evidente em momentos de alta volatilidade. Nesse contexto, o prêmio de risco dos fundos de ações brasileiras não foi suficiente para atrair investidores, especialmente considerando os desafios como a desvalorização cambial e a fuga de capital causados pela pandemia. Dito isso, por outro lado, a diminuição dos resgates, que continuou mesmo após o pico da crise, sugere uma mudança mais duradoura no comportamento dos investidores, que, embora possam ter tomado decisões racionais em alguns casos, também são influenciados por vieses comportamentais, como o **Efeito Disposição**, que leva a manter ativos em prejuízo na esperança de recuperação.

### **Risco e Retorno**

Após analisar os impactos da Covid-19 na rentabilidade do mercado de fundos de ações, bem como nas variações de aplicações e resgates em relação ao índice de mercado, o próximo foco será examinar a relação risco-retorno desses fundos ao longo dos dez anos da amostra. Essa investigação ajudará a entender como essa relação evoluiu nos três períodos analisados: antes, durante e após a pandemia, evidenciando possíveis mudanças na percepção de risco e retorno dos investidores.

Em seguida, a análise se aprofundará nos perfis de risco dos fundos, comparando aqueles com as melhores e piores relações risco-retorno. Essa abordagem permitirá uma visão mais detalhada sobre o comportamento dos investidores em diferentes cenários de risco, oferecendo uma compreensão mais completa das decisões de investimento e das preferências dos investidores diante das variáveis de mercado.

A tabela apresenta os dados referentes ao NAV (em milhões de reais), Variação do NAV, Retorno anualizado e o Desvio-padrão dos retornos anualizado da amostra utilizada neste estudo. São reportados os valores médios e medianos (entre parênteses) para o período de 2014 a 2024, incluindo tanto a amostra completa quanto os resultados por ano. Nota-se que o desvio-padrão foi calculado a partir das cotas mensais de cada fundo, a fim de considerar apenas a sua rentabilidade e desconsiderar qualquer aporte ou resgate neste período.

	NAV	Variação do NAV	Retorno Anualizado	Desvio-padrão dos retornos
Todos os anos	R\$ 208,01 (R\$35,39)	3,25% (1,06%)	4,67% (6,26%)	26,41%
Por ano				
2014	R\$ 191,08 (R\$52,56)	-0,17% (-0,72%)	-1,79% (-0,08%)	19,54%
2015	R\$ 158,16 (R\$42,44)	-0,17% (-1,41%)	-7,25% (-7,29%)	17,19%
2016	R\$ 148,14 (R\$38,09)	-1,22% (2,01%)	28,09% (27,85%)	23,97%
2017	R\$ 217,52 (R\$46,02)	3,46% (2,95%)	34,14% (28,09%)	17,79%
2018	R\$ 259,18 (R\$62,58)	8,53% (1,51%)	16,23% (14,75%)	22,49%
2019	R\$ 329,26 (R\$71,20)	7,44% (4,37%)	62,33% (43,59%)	17,08%
2020	R\$ 356,89 (R\$57,80)	9,54% (1,76%)	15,61% (5,16%)	40,52%
2021	R\$ 360,88 (R\$48,33)	4,96% (-0,55%)	-9,86% (-12,43%)	19,83%
2022	R\$ 256,11 (R\$37,30)	1,65% (-0,42%)	-5,50% (-4,17%)	24,47%
2023	R\$ 210,72 (R\$30,50)	0,78% (0,33%)	26,72% (20,87%)	24,26%
2024	R\$ 221,44 (R\$28,45)	3,46% (-1,19%)	-10,87% (-18,42%)	16,08%

*Total de fundos na amostra: 841*

Com base na tabela acima, podemos analisar as estatísticas descritivas da amostra, como o NAV (Valor Patrimonial Líquido) dos fundos, a variação do NAV, o retorno anualizado e os respectivos desvios-padrões. Essas informações permitem uma análise detalhada dos dados ao longo de dez anos. Primeiramente, observamos que, após a recessão de 2014-2016, que o Brasil enfrentou (causada por fatores como a crise fiscal, instabilidade política e a queda nos preços das commodities), a variação média do NAV foi positiva em todos os anos subsequentes, mesmo com os picos de volatilidade observados no mercado de ações em 2020, em decorrência da crise gerada pela Covid-19.

Entretanto, vale destacar que, apesar da variação média do NAV dos fundos da amostra ter sido positiva em 2022 e 2023, o NAV médio dos fundos apresentou uma queda significativa nesse período. Esse comportamento pode ser explicado pela queda acentuada no NAV de alguns fundos maiores, o que acaba reduzindo substancialmente

a média nominal, mesmo que a variação percentual média tenha se mantido positiva. Observa-se também que esses dois anos foram os mais voláteis, excluindo 2020, que é considerado um *outlier* da amostra (evento *black swan*).

Portanto, em condições normais, é razoável concluir que a maior volatilidade nos retornos impactou desproporcionalmente os fundos com maior NAV. Isso é especialmente relevante no contexto brasileiro, onde muitos ativos presentes no mercado são ilíquidos, dificultando a adaptação de grandes fundos a mudanças repentinas no cenário econômico.

A tabela apresenta os dados referentes à divisão dos fundos de ações pelo perfil de risco, com base na mediana do índice Sharpe da amostra. São reportados os fundos com Sharpe superior à mediana, chamados de *Top Performers*, e os com Sharpe inferior, chamados de *Low Performers*. São exibidos os valores médios e medianos (entre parênteses) do índice Sharpe antes, durante e após a pandemia, assim como o retorno anualizado e o desvio-padrão dos retornos para cada grupo. Nota-se que muitos fundos fecharam logo após a pandemia, assim, os fundos com menos de 5 meses de observação nesse período foram retirados para evitar distorções causadas por amostras

	Sharpe			Retorno Anualizado	Desvio-padrão dos retornos
	Antes	Durante	Depois		
<i>Top Performers</i>	3,44 (2,86)	-0,16 (-0,63)	3,04 (2,67)	11,65% (11,13%)	22,77% (21,76%)
<i>Low Performers</i>	1,48 (1,28)	-2,44 (-1,98)	1,54 (1,45)	3,34% (4,11%)	30,12% (24,01%)

A tabela acima apresenta a divisão dos grupos com base no índice Sharpe e mostra o desempenho médio de cada grupo antes, durante e após a pandemia. Além disso, ela inclui os dados de retorno anualizado e desvio-padrão para ambos os grupos. Como esperado, os *Top Performers* exibiram um índice Sharpe médio e mediano superiores em todos os três períodos, além de retornos anualizados mais elevados e menores desvios-padrão quando comparados aos *Low Performers*. No entanto, a análise ganha profundidade ao examinarmos as diferenças entre médias e medianas dos dados, bem como a variação entre os períodos analisados.

Um dos pontos mais interessantes surge ao comparar o índice Sharpe antes e depois da pandemia em ambos os grupos. Observando esses dados, notamos que os índices Sharpe médio e mediano são relativamente elevados: em torno de 3,00 para os *Top Performers* e 1,50 para os *Low Performers*. Nota-se também que, em todos os casos, a média do índice é superior à mediana. Isso indica que os fundos de melhor desempenho em cada grupo estão influenciando a média de forma desproporcional, já que seu bom desempenho eleva a média, mas não a mediana. Assim, é provável que existam mais outliers de desempenho positivo e de maior magnitude do que outliers negativos, pois essa disparidade aumenta a média, sem afetar a mediana, que é pouco sensível a valores extremos.

Outro ponto importante é a análise da média e mediana durante o período da pandemia. Nesse intervalo, ambos os grupos apresentaram quedas acentuadas no índice

Sharpe, com valores médios negativos. Porém, o que mais se destaca é a diferença entre a média e a mediana nesse período. No caso dos *Top Performers*, a média continuou significativamente superior à mediana, mantendo a tendência observada nos outros períodos: os fundos de alto desempenho elevam a média em relação à mediana devido ao impacto desproporcionalmente positivo de sua performance. Por outro lado, entre os *Low Performers* durante a pandemia, ocorreu o único caso em que o índice Sharpe médio foi inferior à mediana. Esse fato sugere que a crise da Covid-19 impactou desproporcionalmente os fundos de pior desempenho dentro do *Low Performers*, de modo que os piores resultados foram tão negativos que reduziram a média a um nível inferior à mediana.

Além disso, foi conduzido um estudo complementar para examinar as alterações no desempenho dos fundos classificados como *Top Performers* e *Low Performers* após o término da pandemia. A análise considerou o Sharpe mediano dos *Top Performers* (2,67) e dos *Low Performers* (1,45) no período pós-pandemia. O objetivo foi determinar a proporção de fundos inicialmente classificados como *Top Performers* que, ao apresentar um Sharpe inferior à mediana dos *Low Performers*, passaram a ser reclassificados como *Low Performers*. Da mesma forma, avaliou-se a porcentagem de fundos originalmente classificados como *Low Performers* que obtiveram um Sharpe superior à mediana dos *Top Performers*, assim, sendo promovidos à categoria de *Top Performers*.

Os resultados indicaram que cerca de 21,14% dos *Top Performers* iniciais apresentaram uma Razão de Sharpe inferior à mediana dos *Low Performers*, enquanto 27,52% dos *Low Performers* iniciais obtiveram uma Razão de Sharpe superior à mediana dos *Top Performers*. Esses dados sugerem que, no período pós-pandemia, os *Low Performers* tiveram uma probabilidade maior de melhorar seu desempenho em comparação com a probabilidade dos *Top Performers* de piorarem. Esse comportamento pode ser explicado por vieses comportamentais dos investidores. Fundos com baixo desempenho tendem a assumir mais riscos na tentativa de “recuperar” suas perdas, enquanto fundos com alto desempenho frequentemente adotam uma postura mais conservadora, buscando preservar os ganhos acumulados. Essa hipótese é evidenciada pela análise da volatilidade anualizada média dos dois grupos. Conforme apresentado na tabela acima, os *Low Performers* exibiram um desvio-padrão dos retornos de 30,12%, significativamente superior ao dos *Top Performers*, que registraram um desvio-padrão de 22,77%.

Desse modo, a análise acima das estatísticas descritivas e dos perfis de risco-retorno dos fundos ao longo dos últimos dez anos revela diferenças significativas no comportamento dos investidores diante de choques de incerteza. Durante a pandemia de Covid-19, períodos de alta volatilidade, como 2020, evidenciaram uma maior penalização aos fundos com maior NAV, especialmente devido à dificuldade de adaptação às mudanças rápidas no cenário econômico, característica marcante de mercados com uma quantidade significativa de ativos ilíquidos como o brasileiro. A separação entre *Top Performers* e *Low*

*Performers*, baseada no índice Sharpe, destacou a resiliência dos fundos mais bem posicionados, que consistentemente apresentaram maiores retornos ajustados ao risco e menor volatilidade em relação aos fundos menos robustos. No entanto, o impacto da pandemia também foi refletido em quedas acentuadas nos índices Sharpe, sendo mais pronunciado entre os *Low Performers*, cujos resultados foram fortemente afetados por desempenhos negativos extremos, reduzindo a média de maneira desproporcional.

Portanto, a diferença de desempenho entre os grupos acentuou-se em períodos de maior volatilidade, reforçando o conceito de *fly to quality*, em que investidores migram para ativos mais sólidos em momentos de crise. Os resultados sugerem que a incerteza amplifica a vantagem competitiva dos fundos mais resilientes, enquanto os menos robustos enfrentam maior vulnerabilidade a retiradas de capital e redução de desempenho. Esse comportamento dos investidores não apenas reflete uma busca por preservação de capital, mas também evidencia a importância de uma gestão que priorize adaptação em contextos de alta volatilidade e incerteza. Assim, em cenários de choques de incerteza, investidores tendem a buscar ativos mais seguros e resilientes.

## Conclusão

A pandemia de Covid-19 gerou choques de incerteza sem precedentes, não apenas no Brasil, mas em todo o mundo. Este estudo focou na análise do comportamento dos investidores no mercado de fundos de ações brasileiros diante dessa crise, proporcionando *insights* cruciais sobre a dinâmica de risco e retorno em um cenário de grande volatilidade. Através de uma investigação detalhada da rentabilidade, volatilidade, regressões, aplicações, resgates e a relação risco-retorno, ficou claro que a pandemia alterou profundamente o comportamento dos investidores, evidenciando uma relação complexa entre risco, desempenho e decisões estratégicas.

Ao analisar a rentabilidade e a volatilidade dos fundos de ações em comparação ao Ibovespa, observamos que, apesar de apresentarem um desvio-padrão inferior, indicando uma gestão ativa mais eficaz dos riscos, sua rentabilidade permaneceu abaixo do índice de referência no longo prazo. Essa diferença pode ser atribuída, em parte, às taxas de administração e performance dos fundos, que reduzem significativamente a rentabilidade líquida em horizontes de tempo mais extensos. No entanto, embora esses custos associados à gestão ativa impactem a rentabilidade líquida dos investimentos em renda variável, eles oferecem uma forma de proteção contra a alta volatilidade durante choques de incerteza em períodos de crise econômica, resultando em um desvio-padrão menor em relação ao índice de referência nesses momentos. Logo, enquanto a gestão ativa ajuda a suavizar o impacto da volatilidade no mercado acionário brasileiro, o custo dessa proteção é uma rentabilidade de longo prazo inferior, representando um claro *trade-off* entre risco e retorno. Esse efeito incentiva uma postura mais defensiva, na qual investidores priorizam estabilidade e preservação de capital em períodos de crise, mesmo que isso signifique abdicar de retornos superiores. Desse modo, alinhando-se ao princípio de *Loss aversion*, que indica a preferência por menor volatilidade e maior segurança em meio à incerteza, ainda que isso leve a um potencial de ganhos menores no longo prazo.”

Já análise econométrica revelou uma forte correlação entre os fundos de ações e o Ibovespa, com 88,36% da variação dos fundos explicada pelo desempenho do índice. No entanto, o Beta inferior a 1 indica que os fundos de ações foram menos sensíveis às oscilações do mercado em relação ao Ibovespa. Esse comportamento pode ser atribuído à diversificação das carteiras, que reduziu a exposição dos fundos a setores mais voláteis e à concentração dos principais setores da bolsa brasileira. Além de mitigar o risco sistemático, essa diversificação também diminuiu o risco idiossincrático, uma vez que diluiu o impacto de variações específicas de um setor ou empresa individual. Dito isso, a menor sensibilidade dos fundos aos movimentos de mercado beneficia os investidores ao proporcionar maior estabilidade em momentos de crise, reduzindo sua exposição ao risco sistemático e às variações direcionais do mercado. Desse modo, torna-se nítido que, em

geral, os gestores de fundos de ações buscam se proteger contra riscos diversificáveis e não diversificáveis, promovendo um maior grau de previsibilidade e reduzindo a incerteza para seus cotistas.

Em relação ao estudo das aplicações e resgates nos fundos de ações brasileiros, constatou-se que durante a pandemia houve uma retração significativa nas aplicações, refletindo um movimento claro de aversão ao risco. Em períodos de grande incerteza econômica, os investidores mostraram-se hesitantes em alocar recursos em ativos de renda variável. Esse comportamento está alinhado com as teorias financeiras, que indicam que o aumento da incerteza tende a amplificar a aversão ao risco, tornando os investidores menos dispostos a buscar retornos mais arriscados. Por outro lado, a desaceleração nos resgates durante a crise da Covid-19, e sua persistência mesmo após a pandemia, sugere uma possível mudança de longo prazo no comportamento dos investidores, talvez motivada pela percepção de que o mercado acionário brasileiro ficou descontado. Além disso, essa retenção pode refletir o **Efeito disposição**, um viés comportamental que leva os investidores a manter posições com prejuízo na esperança de recuperação.

A análise da relação risco-retorno através da Razão de Sharpe mostrou que, durante a pandemia de Covid-19, os investidores adotaram uma abordagem focada na preservação de capital, migrando para fundos mais resilientes e com menor exposição à volatilidade. Fundos com desempenho superior conseguiram mitigar os efeitos da crise de forma mais eficaz, enquanto os mais vulneráveis enfrentaram saídas de recursos e desempenho inferior, refletindo uma aversão ao risco em tempos de alta incerteza. Esse comportamento demonstra como os investidores priorizam a segurança e estabilidade, reduzindo a exposição a ativos mais arriscados. Esse movimento em busca de maior proteção e resiliência, em períodos de crise, é caracterizado pelo conceito de *fly to quality*, onde os investidores migram para ativos mais sólidos e menos voláteis, minimizando riscos e protegendo o capital.

Portanto, a pandemia de Covid-19 serviu como um teste crucial para os fundos de ações no Brasil, revelando como choques de incerteza afetam a atividade dos investidores e evidenciando uma tendência de aversão ao risco durante períodos de alta volatilidade. Os resultados obtidos ao longo desta monografia demonstraram que, diante da incerteza, os investidores adotam uma postura mais conservadora, priorizando a proteção de capital e migrando para fundos mais resilientes, o que reflete uma dinâmica de cautela e preservação do patrimônio. Assim, a análise reforça a importância da gestão ativa e da diversificação, que se mostram essenciais para mitigar os impactos de choques financeiros. Esses resultados não só oferecem *insights* valiosos para investidores, mas também para formuladores de políticas econômicas que buscam promover a estabilidade no mercado financeiro. Dito tudo isso, como bem observou o notório investidor Warren Buffett, “*Risk comes from not knowing what you’re doing.*”, refletindo sobre a origem da incerteza e do

risco no mercado. Sob a sua ótica, o risco surge da falta de conhecimento e compreensão das situações em que estamos envolvidos. Essa afirmação ressalta a importância de se aprofundar no estudo e na pesquisa sobre o comportamento humano diante da incerteza, especialmente ao lidar com choques financeiros, como os observados durante a pandemia de Covid-19. Ao final, o verdadeiro teste não é a ausência de risco, mas a capacidade de navegar por ele com sabedoria e planejamento.

## Referências Bibliográficas

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>.

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DA SAÚDE (OMS). Declaração de pandemia de Covid-19. Genebra: OMS, 2020. Disponível em: <https://www.who.int>.

ANBIMA. Anbima Data: Dados dos fundos de investimento. São Paulo: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>.

MAIS RETORNO. Informações e dados sobre fundos de investimento no Brasil. Disponível em: <https://www.maisretorno.com>.

BLOOMBERG TERMINAL. Fórmulas e dados financeiros. Bloomberg L.P., 2024.