Avantgarde Asset Management Gestão de Recursos Ltda.
Rua Alvorada, 1289 – 16º andar
Itaim Bibi– São Paulo – SP
CEP: 04550-004
www.avantgardeam.com.br
+55 11 3400-7061

Novembro, 2021

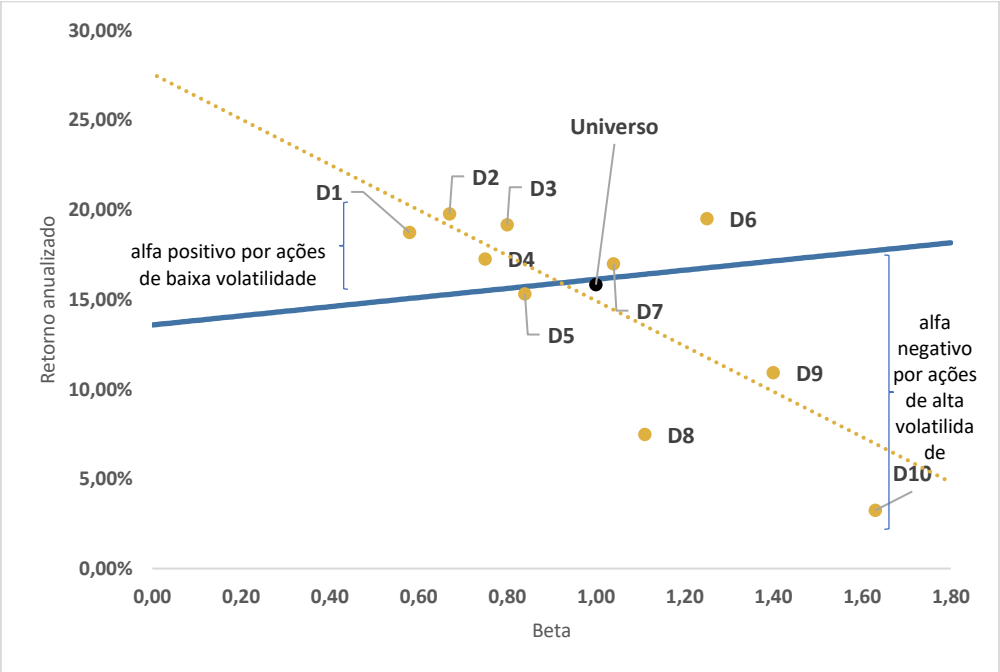
Caro investidor,

Uma das primeiras lições que aprendemos, como estudantes de finanças, é que há uma relação positiva entre risco e retorno esperado em investimentos. Este axioma teve origem no modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), proposto nos anos 1960 por pesquisadores que em 1990 ganharam o Prêmio Nobel em Economia por esta contribuição. A formula do CAPM sugere que o retorno estimado para um ativo ou para uma carteira de ativos será maior ou menor dada sua maior ou menor exposição ao risco de mercado.

Há evidências claras de que, de fato, há relação positiva entre risco e retorno quando analisamos as diversas classes de ativos: em um prazo razoavelmente longo, carteiras de ações costumam entregar retornos superiores a de carteiras de títulos de renda fixa. No entanto, quando a análise é feita dentro das classes de ativos, há fortes evidências de que esta relação não existe.

Os pesquisadores David C. Blitz e Pim van Vliet, em estudo publicado em 2007, apresentaram evidências empíricas de que carteiras globais formadas pelas ações de mais baixa volatilidade obtiveram os maiores retornos, da ordem de 7% ao ano em excesso aos seus benchmarks. Estas carteiras também foram as que tiveram os menores betas (a medida de risco usada no CAPM) e, por consequência, os maiores alphas. Importante lembrar o leitor de que alpha não é o mesmo que excesso de retorno: alpha é a parcela do retorno obtido que excede o mínimo exigido pelo risco que foi corrido.

As evidências sugerem que também no mercado brasileiro de ações maior risco não explica maior retorno. Luciano Boudjoukian França, gestor do Avantgarde Multifatores, em dissertação apresentada ao Insper em 2017, mostrou que entre os anos 2003 e 2017 os maiores retornos realizados em ações brasileiras foram concentrados em carteiras de baixo risco.



Do gráfico: a carteira D1 é aquela formada, em todas as datas de rebalanceamento, pelas 10 ações componentes do índice IBX de menor volatilidade no ano anterior. A carteira D10 é o oposto: formada pelos 10 ativos mais voláteis dos últimos 252 pregões.

O estudo sugere não apenas que as carteiras de menor volatilidade (ou menor beta) obtiveram os maiores retornos nominais, mas também foram as que melhor remuneraram o orçamento de risco (maiores retornos ajustados por risco).

O fator do baixo risco, que muitas vezes é chamado de anomalia, é um dos pilares da gestão da Avantgarde. Entendemos que o excesso de risco é falho em explicar maiores retornos e, também, é o maior inimigo do investidor que se preocupa com a capitalização de retornos no longo prazo.

Atenciosamente,

Mário de Avelar