AVANTGARDE
ASSET MANAGEMENT

Avantgarde Asset Management Gestão de Recursos Ltda.
Avenida das Nações Unidas, 12399 – 7º andar
Brooklin – São Paulo – SP
CEP: 04578-000
www.avantgardeam.com.br
+55 11 3400-7061

Outubro, 2022

Em um endereçamento à Associação Americana de Finanças, John Cochrane, na época professor da Universidade de Chicago, cunhou o termo "factor zoo" para se referir à imensa quantidade de supostos fatores de risco – variáveis que carregam informação acerca do retorno de ações – existentes na literatura.

Para se ter uma noção, Harvey & Liu (2020) [1] fazem um "censo" desse zoológico e mostram que, até 2020, mais de 400 fatores de risco foram publicados nas melhores revistas de finanças do mundo. Com base nessa informação, o leitor pode estar se perguntando como um número tão grande de variáveis pode, de forma significativa, estar afetando o retorno das ações ao mesmo tempo. A realidade é que não estão.

Em um artigo de 2022, Fabian Hollstein analisa 124 possíveis fatores de risco em 47 países. Os resultados indicam que apenas quinze sobrevivem a ajustes para múltiplos testes e a imposição de restrições relacionadas a papéis com uma capitalização de mercado muito pequena. Os resultados são similares quando a análise é feita por sub-regiões do planeta. Em consonância, McLean & Pontiff (2016) mostram que a performance de 97 fatores de risco é, na média, 26% menor fora da amostra original e 58% menor após a publicação.

Em contrapartida, em 2021, Jensen, Kelly & Pedersen [2] apresentaram evidências de que a maioria dos fatores podem ser replicados e funcionam em um cenário *out-of-sample*. A base de dados utilizada cobre 94 mercados. Mais impressionante, talvez, eles mostram que a maioria dos fatores de risco tem evidências que se tornam mais fortes, e não mais fracas, na presença de outros fatores. Entretanto, por mais que a maioria possa ser replicada, os autores indicam que eles podem ser agrupados em treze temas apenas.

Mesmo com essa controvérsia na literatura, um questionamento que rapidamente vem à mente é o que pode ser feito para aumentar a probabilidade de que supostos novos fatores de risco sejam isso de fato e não meras aleatoriedades geradas por *data mining* e *data snooping*. Harvey, Liu & Zhu (2016) sugerem aumentar o limiar da estatística t de 2 para 3 para que uma hipótese possa ser rejeitada. De maneira mais efetiva, o pesquisador pode adotar um estatística t de corte dinâmica, baseada no número de testes que foram realizados anteriormente.

Por fim, a mensagem que deve ficar é a de se ter atenção e cuidado quando resultados de *backtests* são apresentados. Por mais que a estratégia possa parecer uma grande vencedora, é sempre importante questionar o apresentador acerca da robustez dos resultados e de como o processo de pesquisa foi conduzido. Tal questionamento pode ser a diferença entre um investimento desastroso e um bem-sucedido.

Na Avantgarde, nós temos ciência da existência desses vieses e implementamos processos robustos para garantir que possíveis novas estratégias com desempenhos promissores não sejam frutos do acaso. Desse modo, o capital investido pelo cotista fica mais seguro e o objetivo da gestora de entregar resultados superiores com consistência fica mais próximo.

Atenciosamente,

Equipe Avantgarde Asset Management

[1] Os autores disponibilizam um Google Sheet com uma lista, atualizada periodicamente, de todos os supostos fatores já publicados.

[2] No site jkpfactors.com é possível encontrar o retorno para todas as estratégias e países considerados no artigo.

AVANTGARDE
ASSET MANAGEMENT

Avantgarde Asset Management Gestão de Recursos Ltda.
Avenida das Nações Unidas, 12399 – 7º andar
Brooklin – São Paulo – SP
CEP: 04578-000
www.avantgardeam.com.br
+55 11 3400-7061

Avantgarde Multifatores FIA

Em outubro, o fundo teve retorno de 8,86% contra 5,57% do IBX. Em 2022, o retorno acumulado do fundo é de 9,86% contra 10,25% do *benchmark*. Desde o início o fundo tem 82,64% de retorno total contra 17,51% do IBX. Na perspectiva de risco, a volatilidade - desvio padrão anualizado - das cotas diárias do fundo, desde o início, está em 22,2% contra 29,6% do IBX. O beta, por sua vez, é de 0,64 (modelo CAPM). O alfa de Jensen resultante é de 13,61% ao ano.

As posições que mais contribuíram para o retorno do fundo foram: KEPL3, MILS3, PRIO3, TUPY3 e HYPE3. Por outro lado, as posições que menos contribuíram foram: VULC3, POSI3, JHSF3, EVEN3 e PYPL34.

O Avantgarde Multifatores FIA entra em outubro totalmente alocado em ativos de risco, com aproximadamente 90% do patrimônio alocado em ações, 9% em recibos de empresas estrangeiras negociados no Brasil (BDR) e 1% de caixa.

Avantgarde Icatu Prev 70 FIC FIM

Em outubro, o fundo teve retorno de 5,86% contra 1,23% do IMA-B. Em 2022 (e desde o início), o retorno acumulado do fundo é de 9,82% contra 7,83% do *benchmark*. Na perspectiva de risco, a volatilidade - desvio padrão anualizado - das cotas diárias do fundo, desde o início, está em 10,7% contra 5,0% do IMA-B. O fundo tem volatilidade alvo de 10% ao ano, bem próximo da volatilidade observada.

O fundo entra em outubro com 55% de alocação na estratégia Multifatores de renda variável e com 45% em renda fixa, com *duration* de 2,07.

Fatores de Risco

Os principais fatores de risco *long-only* tiveram os seguintes retornos no mês:

- Carry: 5,32%
- Low Vol: 7,73%
- Momentum: 8,36%
- Quality: 6,91%
- Value: 2,26%