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

Novembro, 2022

Pílulas da Academia I: Investimento em Períodos Inflacionários

> "Gold constitutes treasure, and he who possesses it may do what he will in the world, and may so attain as to bring souls to Paradise."
>
> Colombus, Letter from the Fourth Voyage, 1503

Contrário a expectativas de que a alta na inflação, fruto da pandemia da Covid-19, seria transitória, 2022 será lembrado como o ano em que a inflação atingiu patamares não vistos há décadas. Nos Estados Unidos, após quase dez anos de inflação (CPI) próxima de 2%, o índice deve se aproximar de 8% em 2022. Para o Brasil, a expectativa é de 6% (Focus) - melhor que muitos países desenvolvidos, mas ainda assim fora da meta. Desse modo, no cenário atual, é bastante razoável questionar qual é a melhor forma de alocar recursos em períodos de inflação alta.

Antes de analisarmos essa questão sob uma perspectiva mais generalista, primeiro investigamos um dos maiores lugares comuns quando o assunto é investimento em períodos inflacionários: ouro funciona como um *hedge* contra o aumento de preços e serviços. Jastram (1978) mostra que, historicamente, o ouro não foi um bom *hedge* contra inflação no curto prazo. Em um artigo mais recente, Erb, Harvey (2013) apresentam evidências que corroboram essa hipótese, principalmente relacionadas à alta volatilidade desse ativo.

Entretanto, no longo prazo a história é diferente. Harmston (1998) mostra que uma onça (28 gramas) de ouro comprava 350 pães no tempo do rei da Babilônia Nebuchadnezzar, que faleceu em 562 AC; na data em que o artigo foi escrito, uma onça de ouro ainda comprava a mesma quantidade de pães. Além disso, em um artigo de 2009 para o Wall Street Journal, Brett Arends afirma que uma onça de ouro comprava uma ótima toga no período romano e continua comprando um terno de alta qualidade nos dias de hoje. Ou seja, o ouro manteve seu poder de compra através de mais de dois milênios.

Já no lado da renda, Erb, Harvey (2013) mostram que, durante o governo do imperador romano Augustus (63 AC – 14 DC), um legionário e um centurião recebiam, respectivamente, 2,31 e 38,58 onças de ouro por ano. De forma similar, hoje em dia, um soldado (hierarquia equivalente a do legionário) do exército americano recebe cerca de cinco vezes mais ouro que o legionário romano, enquanto que o centurião recebia aproximadamente 30% a mais que um capitão (hierarquia equivalente ao do centurião).

Assim, fica claro que, em curtos períodos de tempo, o ouro não deve ser considerado como um bom *hedge* contra a inflação. Entretanto, se você for um investidor de longo prazo e estiver pensando na aposentadoria, o ouro pode ser uma ótima opção. Isso se a aposentadoria que você estiver considerando seja a do tataraneto do seu tataraneto. Brincadeiras à parte, por mais que o ouro não seja uma proteção eficaz contra uma alta na inflação, sua presença no portfólio pode ser importante por questões relacionadas a diversificação, por exemplo.

Após essa análise sobre o papel do ouro como *hedge* contra a inflação, partimos para a análise de um espectro maior, considerando outras classes de ativos. Neville, et al. (2021) mostram, com dados a partir de 1926 para o mercado americano, que, como esperado, títulos de dívida pré-fixados tem um desempenho ruim em períodos de alta inflação. Ademais, eles apresentam evidências

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

de que commodities e estratégias de *trend-following* possuem o melhor desempenho nesse tipo de regime, com um índice agregado de commodities apresentando uma taxa anualizada de retorno real na casa dos 14%.

Os autores exploram os mecanismos pelos quais a inflação afeta o preço das ações e mostram que essa relação é multifacetada e complexa. A intuição parece indicar que o investimento em ações é um bom *hedge* contra o aumento no preços, dado que as empresas podem repassar os aumentos para os consumidores e as dívidas pré-fixadas tendem a ser diluídas. Entretanto, o índice de mercado tende entregar retornos reais anualizados na casa dos -7% ao ano. Isso pode ser explicado pelos outros canais que conectam pressões inflacionárias com o preço de ações: repasse apenas parcial da inflação (pressão nas margens), aumento das taxas de desconto, aumento da incerteza econômica, entre outros.

Tendo em vista o desempenho ruim do mercado como um todo, um questionamento que pode emergir é qual o desempenho por setor da economia. Alguns setores mais sensíveis à inflação devem sofrer, enquanto outros devem prosperar, certo? Na realidade, ainda segundo os autores, apenas o setor de energia entrega um retorno real positivo em períodos inflacionários. Esse retorno é de 1% ao ano. Todavia, a commodity produzida por essas empresas entrega um retorno real anualizado de 41%. Com excessão do setor de saúde (-1%), o retorno dos outros setores varia de -6% (consumo não-durável) a -15% (consumo durável).

Ademais, o desempenho de alguns ativos alternativos também é explorado. Investimentos imobiliários possuem um leve retorno negativo (-2%) em períodos de alta inflação. Em contrapartida, arte e selos possuem retornos anualizados três vezes maiores em períodos inflacionários quando comparados a períodos não inflacionários. Vinho, por sua vez, possui um desempenho quase inalterado nos dois regimes, com um retorno real de 5%. Entretanto, os autores advertem que a inclusão desses ativos (arte, selo e vinho) em um portfólio institucional não é trivial.

Por fim, como não poderia faltar na carta de uma gestora de *factor investing*, analisamos o desempenho dos fatores de risco nesse tipo de regime. Ainda baseando nos dados apresentados por Neville, et al. (2021), Tamanho tem um retorno real anualizado de -4% em períodos inflacionários. Valor e Lucratividade, por sua vez, entregam retornos levemente negativos (-1%), enquanto que Qualidade entrega retorno positivo na casa de 2%. Ademais, Momento é o fator com melhor performance em tempos de aumento nos preços, com a "versão" *cross-section* e a *trend-following* tendo um retorno real anualizado de 8%. Por fim, Investimento, Lucratividade e Baixa Volatilidade entregam retorno real anualizado de 2%, -1% e -3%, respectivamente.

Desse modo, excluindo commodities, as estratégias baseadas em fatores de risco são as que melhor permitem navegar o mercado durante períodos inflacionários. Essa constatação é mais uma evidência da capacidade do *factor investing* de gerar retornos superiores com consistência. Com modelos otimizados que buscam explorar justamente essas anomalias, o portfólio da Avantgarde está bem posicionado para capturar o prêmio de risco gerado por cada fator, bem como para explorar interações e não linearidades com capacidade de gerar alfas adicionais e descorrelacionados.

Atenciosamente,

Pedro Teles

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 novembro, o fundo teve retorno de -9,12% contra -3,11% do IBX. Em 2022, o retorno acumulado do fundo é de -0,17% contra 6,82% do *benchmark*. Desde o início o fundo tem 65,97% de retorno total contra 13,86% do IBX. Na perspectiva de risco, a volatilidade - desvio padrão anualizado - das cotas diárias do fundo, desde o início, está em 22,4% contra 29,6% do IBX. O beta, por sua vez, é de 0,65 (modelo CAPM). O alfa de Jensen resultante é de 10,59% ao ano.

As posições que mais contribuíram para o retorno do fundo foram: Metalurgica Gerdau (GOAU4), Irani Celulose (RANI3), JP Morgan Chase (JPMC34), Merck & Co (MRCK34) e Petro Rio (PRIO3). Por outro lado, as posições que menos contribuíram foram: Mills (MILS3), Kepler Weber(KEPL3), Portobello (PTBL3), Log-In (LOGN3) e Positivo Tecnologia (POSI3).

O Avantgarde Multifatores FIA entra em novembro 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 novembro, o fundo teve retorno de -5% contra -0,79% do IMA-B. Em 2022 (e desde o início), o retorno acumulado do fundo é de 4,33% contra 6,98% do *benchmark*. Na perspectiva de risco, a volatilidade - desvio padrão anualizado - das cotas diárias do fundo, desde o início, está em 11% contra 5,6% do IMA-B. O fundo tem volatilidade alvo de 10% ao ano, bem próximo da volatilidade observada.

O fundo entra em novembro com 46% de alocação na estratégia Multifatores de renda variável e com 54% 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: -4,04%
- Low Vol: -3,74%
- Momentum: -7,47%
- Quality: -2,60%
- Value: -10,13%