AVANTGARDE
ASSET MANAGEMENT

Março, 2024

Pílulas da Academia IX: *Factor Timing*

Assim como investidores ficam fascinados pela ilusão do *Market Timing*, o mesmo sentimento está presente no *Factor Investing*. A pesquisa acadêmica descobriu que o retorno dos fatores são tanto variáveis no tempo quanto dependentes do ciclo econômico. Arnav Sheth e Tee Lim, autores do estudo de dezembro de 2017 "Fama-French Factors and Business Cycles", examinaram o comportamento de seis fatores Fama-French: tamanho (SMB), valor (HML), beta de mercado (MKT), momentum (MOM), lucratividade (RMW) e investimento (CMA) através dos ciclos de negócios, dividindo-os em quatro estágios separados: recessão, recuperação inicial, recuperação tardia e recuperação muito tardia. Seus dados cobriram o período de abril de 1953 a setembro de 2015.

Retorno acumulado dos fatores em cada estágio econômico

Factor	**Cumulative Return**			
	Recession	**Early**	**Late**	**Very Late**
SMB	-1.47%	8.97%	4.80%	1.72%
HML	12.49%	17.06%	9.76%	2.20%
Mkt	-6.93%	29.00%	32.22%	26.68%
Mom	11.18%	17.85%	13.65%	13.74%
RMW	1.93%	6.66%	5.53%	7.01%
CMA	18.29%	13.46%	3.51%	1.16%

Fonte: Arnav Sheth e Tee Lim (2017)

Pode-se observar na tabela acima que os prêmios variam conforme os estágios econômicos, podendo gerar a ilusão no investidor de que ele é capaz de acertar o *timing* dos estágios econômicos, e alocar capital nos fatores mais rentáveis conforme o ciclo.

No paper de Wei Dai e Audrey Dong (2023), chamado "Another Look at Timing the Equity Premiums", foram analisadas 720 estratégias de *timing* voltadas para superar os fatores de mercado, tamanho, valor, momentum e lucratividade nos EUA, nos mercados desenvolvidos fora dos EUA e nos mercados emergentes. Essas estratégias foram avaliadas com base em três abordagens comuns de *timing*: métricas de valuation, reversão à média e momentum. Cada prêmio foi definido como a diferença de retorno entre o lado comprado e o lado vendido, considerando: mercado versus títulos do Tesouro, small caps versus large caps, valor versus crescimento, e lucratividade alta versus baixa. Para os prêmios nos EUA, o período de análise começou em julho de 1927, exceto para a lucratividade, que iniciou em julho de 1963. Fora dos EUA, o período de amostragem começou em julho de 1990, enquanto nos mercados emergentes começou em julho de 1994. Todos os dados foram coletados mensalmente até dezembro de 2022.

Das 720 estratégias, a grande maioria perdeu no quesito rentabilidade em comparação a estar apenas comprado: o retorno médio foi de -1,1% por ano sem considerar custos e taxas. As estratégias de timing ficaram alternando entre os lados comprado e vendido tentando acertar mas só geravam custos operacionais. Por fim, os autores concluíram que as probabilidades de utilizar métricas de valuation, reversão à média ou momentum para fazer timing são bem reduzidas, dado que os fatores mercado, tamanho, valor e lucratividade podem superar as expectativas e manifestar-se fortemente em curtos períodos de tempo, implicando em elevados custos de oportunidade.

No estudo "Factor Exposure Variation and Mutual Fund Performance", Ammann, Fischer e Weigert (2020) investigaram a relação entre a variação da exposição a fatores em fundos de investimento e o desempenho desses fundos. A pesquisa focou em 3.816 fundos dos EUA geridos ativamente durante o período de 1998 a 2016. Os resultados mostraram que gestores que frequentemente alteravam a exposição aos fatores tendiam a obter retornos mais baixos. Isso evidencia que manter exposições estáveis aos fatores e evitar variações excessivas pode melhorar o desempenho do fundo. Os autores também destacaram o quão difícil é realizar o *timing* de fatores (*factor timing*) na prática, ou seja, determinar o momento certo para ajustar a exposição a diferentes fatores de risco e precificação.

No estudo "Factor Timing: Keep it Simple" de Michael Aked (2021), foram construídas três estratégias de *factor timing* para diversas regiões, utilizando dados *out-of-sample*. Isso significa que as informações utilizadas para construir as estratégias não estavam disponíveis no momento em que as decisões de investimento teriam sido tomadas, simulando condições reais. As estratégias foram divididas em quatro estágios econômicos: recessão, desaceleração, recuperação e crescimento. O autor descobriu que saber em qual estágio econômico se estaria seis meses à frente influenciaria positivamente os retornos dos fatores. No entanto, na prática, ninguém pode prever o futuro com precisão. Apesar de os retornos dos fatores variarem conforme os ciclos econômicos, a habilidade de prever corretamente o próximo estágio e ajustar a alocação de recursos em conformidade tem apresentado resultados insatisfatórios.

O futuro do mercado é incerto e tentar ajustar a alocação de ativos com base em *factor timing* ou *market timing* frequentemente leva a decisões impulsivas, resultando em perdas financeiras. Em vez de tentar prever o imprevisível, os investidores serão melhor recompensados se diversificarem os riscos por meio de uma exposição a vários fatores e permanecerem disciplinados em suas estratégias de investimento de longo prazo.

Equipe Avantgarde Asset Management

Avantgarde Multifatores FIA

Em março, o fundo teve retorno de 0,44% contra -0,73% do IBX. Em 2024, o retorno acumulado do fundo é de 0,90% contra -4,29% do *benchmark*. Desde o início, o fundo tem 96,21% de retorno total contra 28,69% do IBX. Na perspectiva de risco, a volatilidade - desvio padrão anualizado - das cotas diárias do fundo, desde o início, está em 20,55% contra 26,36% do IBX. O beta, por sua vez, é de 0,67 (modelo CAPM). O alfa de Jensen resultante é de 8,48% ao ano.

O Avantgarde Multifatores FIA entra em abril 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 março, o fundo teve retorno de 0,58% contra 0,08% do IMA-B. Em 2024, o retorno acumulado do fundo é de 1,30% contra 0,18% do *benchmark*. Desde o início, o fundo tem 20,63% de retorno total contra 24,04% do IMA-B. Na perspectiva de risco, a volatilidade - desvio padrão anualizado - das cotas diárias do fundo, desde o início, está em 10,13% contra 4,76% do IMA-B. O fundo tem volatilidade alvo de 10% ao ano, bem próximo da volatilidade observada.

O fundo entra em abril com 67% de alocação na estratégia Multifatores de renda variável e com 33% em renda fixa.

Avantgarde Multifatores Absoluto FIM

Em março, o fundo teve retorno de 0,61% contra 0,83% da taxa DI. Desde o início, em fevereiro de 2023, o retorno acumulado do fundo é de 15,47% contra 14,73% do *benchmark*. A volatilidade das cotas diárias do fundo foi de 6,61%.

Fatores de Risco

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

- Carry: 0,21%
- Low Vol: 0,38%
- Momentum: 2,65%
- Quality: 1,71%
- Value: -1,45%