



Carta do Gestor
Estratégias Sistemáticas
Março de 2023



Prezados investidores,

“Diversification is the only free lunch.”¹

Harry Markowitz

Não colocar todos os ovos na mesma cesta é uma ideia tão antiga quanto o próprio ato de investir. Até Shakespeare a conhecia, segundo o próprio Harry Markowitz, que ganhou o Nobel de economia em 1990 por desenvolver a MPT²

A abordagem introduzida por Markowitz nos anos 1950 assume que os investidores são avessos ao risco e buscam maximizar o retorno esperado de suas carteiras para um dado nível de volatilidade. Com isso, ao explorar a interação dos componentes de um universo de investimentos, tal que as perdas em alguns ativos possam ser compensadas pelos ganhos em outros, o ato de diversificar permite que o investidor aumente seu retorno esperado ao mesmo tempo em que reduz seu nível de risco. Daí o famoso ditado: “a diversificação é o único almoço grátis no mundo das finanças”.

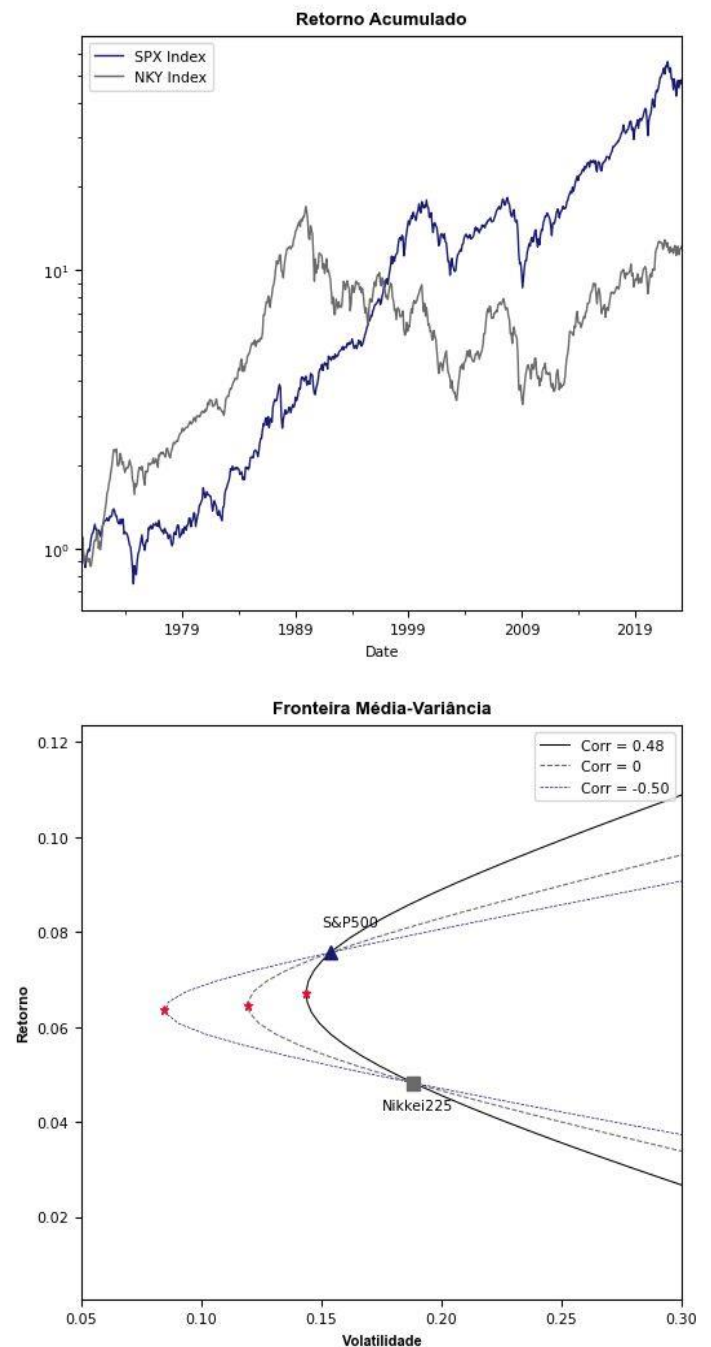
Matematicamente, os benefícios de diversificação são medidos pela covariância ou correlação entre os investimentos selecionados³. Quanto menos correlacionados entre si, menor a volatilidade do portfólio e maiores os benefícios de diversificação. Economicamente, isso significa que há um ganho em montar carteiras com ativos expostos a fatores e teses diferentes. Assim, os retornos individuais tendem a ser mais descorrelacionados e caso uma parte do portfólio esteja performando mal, há uma alta probabilidade de que o restante da carteira irá servir como um contrapeso.

Por quase 20 anos o retorno acumulado do Nikkei 225 superou o S&P 500, com destaque para a década de 1980. Companhias japonesas com alta disponibilidade de caixa adquiriram grandes negócios americanos nessa época. Foi durante esse boom que a Sony comprou a Columbia Records e a Mitsubishi Estate Co adquiriu o Rockefeller Center. Porém, em 1989 o mercado japonês atingiu seu topo e o S&P 500 voltou gradualmente a liderar a corrida entre as duas bolsas.

Gráfico 1 – S&P 500 e Nikkei 225 – 02/1970 a 03/2023

$$var(p) = \omega_a^2 \sigma_a^2 + \omega_b^2 \sigma_b^2 + 2\omega_a \omega_b \sigma_a \sigma_b \rho$$

quanto menor o ρ menor a variância



Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

Apesar desse longo período de outperformance, no final das contas, o Nikkei 225 se mostrou um portfólio ineficaz. Desde fevereiro de 1970 o S&P 500 valorizou 7,57% a.a. contra uma valorização de apenas 4,82% a.a. para o Nikkei 225. Além disso, o Nikkei 225 é um portfólio que está fora da fronteira eficiente⁴, ou seja, existe uma alternativa com menos volatilidade para o mesmo nível de retorno.

No painel inferior do Gráfico 1, os pontos vermelhos são os portfólios de volatilidade mínima. Para a correlação histórica de 0,48 entre o S&P 500 e o Nikkei 225 um portfólio de aproximadamente 70%/30% (S&P 500 / Nikkei 225) atinge a menor volatilidade possível de 14,30% com um retorno de 6,70% - ambos superando as estatísticas do Nikkei 225, apesar das quase 2 décadas de liderança no começo do período analisado. Caso a correlação entre os ativos fosse menor, o ganho potencial de diversificação seria ainda maior, como a expansão à esquerda da fronteira eficiente para as simulações de correlações de 0 e -0,50 mostra. Nesses casos as volatilidades mínimas seriam de 11,90% e 8,44%, respectivamente.

Obviamente, o modelo de Markowitz tem suas limitações. No exemplo colocado aqui temos a vantagem do hindsight e estamos assumindo implicitamente que os retornos e covariâncias históricos são representativos do futuro, caso desejássemos utilizar esses resultados para montar uma alocação hoje. Por mais que as covariâncias sejam mais razoáveis de prever com base no passado, prever os retornos com base nas séries históricas na maioria das situações é um exercício fútil. Adicionalmente, o modelo é muito sensível a pequenas mudanças de premissas, sugerindo alocações bastante diferentes para pequenos ajustes nos valores dos retornos e covariâncias esperadas - o que torna os erros de previsão muito perigosos⁵.

Não obstante esses pontos de atenção, as conclusões e intuição do modelo são importantes e não devem ser descartadas. Encontrar ativos ou estratégias que possuem retornos esperados positivos, mas que funcionam bem em momentos diferentes do tempo é uma filosofia essencial para criar estratégias de investimento consistentes. O objetivo dessa carta é expandir nossa discussão sobre os fatores de Valor e Momentum⁶ explorando os benefícios de uma abordagem multifatores, que busca diversificação dentro do universo das estratégias de fatores.

Cabe salientar também que há limites ao poder da diversificação, principalmente quando estamos falando de estratégias long-only de equities. Um dos grandes problemas das ações é a alta correlação interna da classe, o que significa que todas as ações tendem a andar na mesma direção ao mesmo tempo, principalmente em momentos de crise. Uma das soluções para mitigar esse problema na bolsa são as estratégias long-short que, ao terem liberdade para montar posições short, têm a capacidade de eliminar o risco direcional da bolsa e conseguem entregar resultados mais consistentes e de forma mais independente do cenário macro⁷.

Por fim, gostaríamos de reforçar nosso compromisso e dedicação aos nossos investidores. Continuamos totalmente focados no objetivo de entregar produtos de investimento com estratégias bem definidas e geradoras de alfa, que agreguem um diferencial de risco-retorno ao portfólio de nossos clientes, principalmente durante momentos de mercado difíceis como o que estamos passando recentemente.

Boa leitura!

Estratégia Multifator – Valor + Momentum

Potencial de Diversificação

O investimento em fatores ganhou popularidade nos últimos anos. Ao mirar em atributos ou características específicas das ações que historicamente têm sido associadas a retornos superiores, os investidores esperam capturar alfa de forma sistemática, pulverizada e com risco mais controlado. Em nossas duas últimas cartas discutimos os fatores de Momentum e Valor, que estão entre as estratégias mais estudadas na academia e mais amplamente utilizadas na prática.

Intuitivamente as estratégias são antagônicas. Enquanto Valor busca identificar ativos descontados e muitas vezes impopulares, Momentum aposta na continuidade das tendências e, portanto, em teses mais conhecidas. Valor tende a agradar àqueles investidores mais inclinados à análise fundamentalista das empresas, enquanto Momentum geralmente atrai investidores com viés mais quantitativo. Porém, não obstante as diferenças, os dados mostram que ambas as estratégias funcionam.

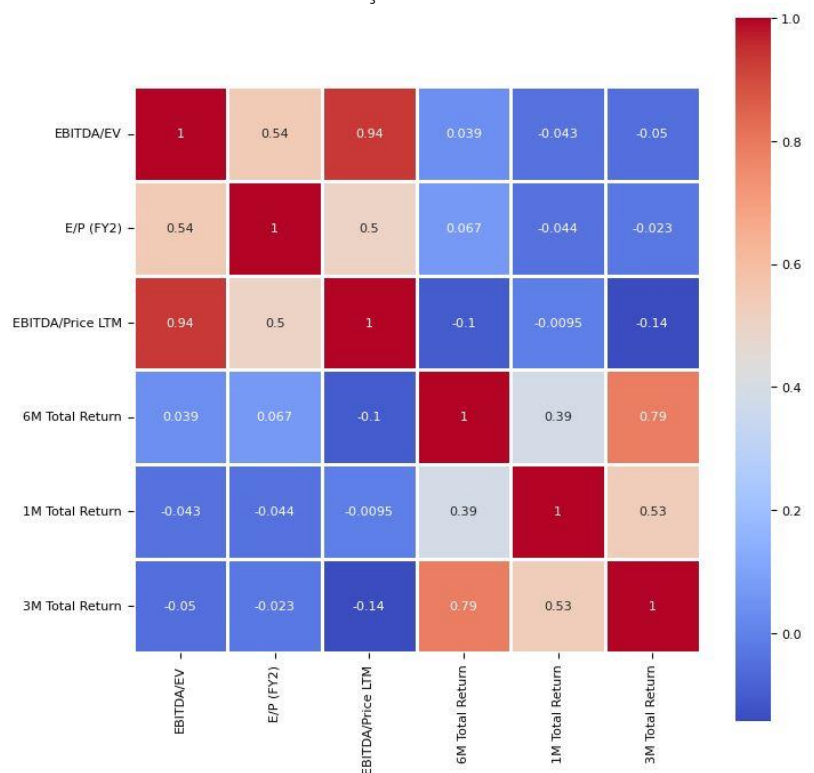
Para analisarmos o desempenho dos fatores montamos portfólios hipotéticos que ficam comprados nos ativos melhor ranqueados e vendidos⁸ nos piores papéis. Nos últimos 10 anos, para um universo de ações brasileiras, os fatores de Valor⁹ do Gráfico 2 retornaram uma média de 1,42% a.m., enquanto os fatores de Momentum¹⁰ retornaram 1,41% a.m.

Apesar do retorno médio semelhante, conforme a matriz de correlações ao lado mostra, os fatores de Valor e Momentum são muito pouco correlacionados entre si, inclusive com alguns casos de correlação negativa (quanto mais próximo do azul, menor a correlação entre os fatores). Isso sugere um forte potencial de ganhos de diversificação.

Também é interessante notar que as correlações entre os indicadores de um mesmo fator são mais altas. Isso mostra que as estratégias são robustas a diversas métricas e os resultados dos portfólios long-short são bastante parecidos. Dito isso, bolar fatores compostos é uma excelente forma de mitigar os ruídos específicos das métricas individuais.

Como os dois fatores andam de formas bastante particulares – mesmo sendo construídos com base no mesmo universo de ações – podemos trata-los como duas estratégias distintas, que tendem a reagir de forma oposta aos ambientes de mercado e podem ser combinadas para construir um portfólio com retornos mais consistentes.

Gráfico 2 – Matriz de Correlação – Fatores de Valor vs Momento



Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

Estratégia Multifator – Valor + Momentum

Casando Momento e Valor

Em nossas últimas cartas utilizamos os fatores Preço/Fluxo de Caixa Livre (P/FCF)¹¹ e o retorno total em 6 meses (Total Return 6M) para definir os fatores de Valor e Momentum, respectivamente. Adicionalmente, montamos estratégias long-short com papéis do IBrX 100 e rebalanceamentos mensais que obtiveram retornos positivos e ilustraram o potencial das estratégias individuais. A estratégia long-short de Valor obteve um retorno de 10,36% a.a., enquanto Momentum entregou 15% a.a.¹²

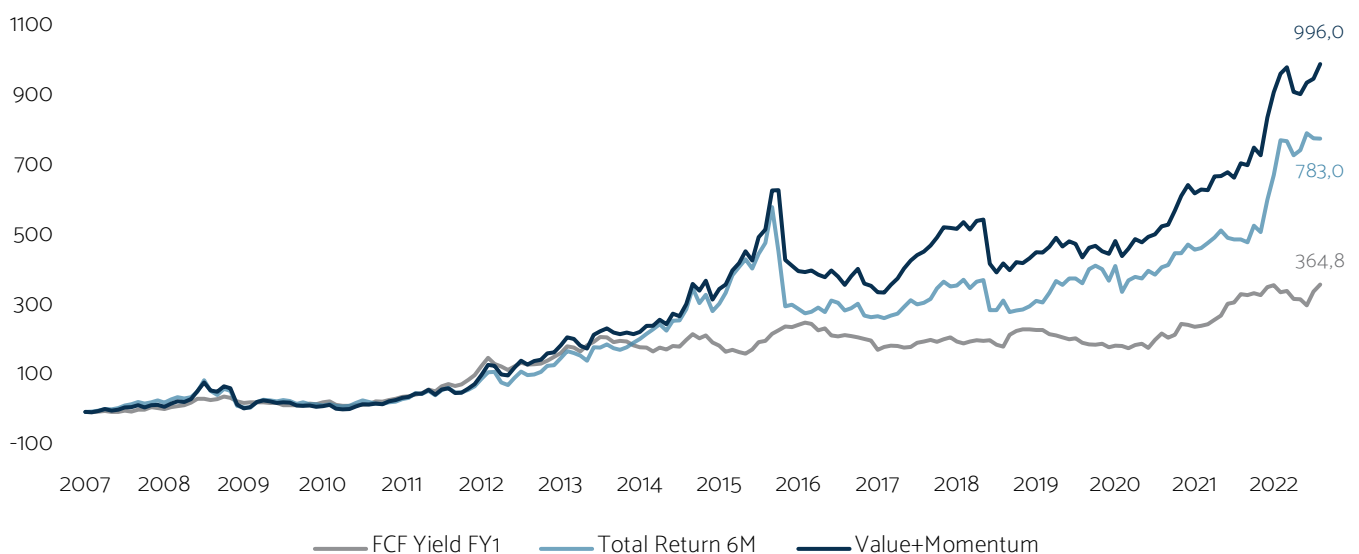
A correlação entre as duas estratégias no período entre maio de 2007 e dezembro de 2022 foi de 0,24. Apesar do valor ser inferior às correlações da matriz da seção anterior, indica que as estratégias andam de forma diferente. É razoável portanto esperar que exista um benefício de diversificação em montar uma estratégia combinada com nossos fatores de Valor e Momentum.

Para combinar as estratégias nós engendramos um score único que dá pesos iguais para cada um dos fatores. Em linhas gerais, os fatores precisam ser padronizados para que possamos manipulá-los sem preocupação com as diferenças de escala dos indicadores¹³. Assim, os rankings mensais vão beneficiar os ativos equilibrados, que possuem tanto um bom retorno relativo e um valuation atrativo.

Como esperado, no Gráfico 3 observamos que sim, há benefício em combinar os fatores de Valor e Momentum. A estratégia combinada é superior às demais, com CAGR de 16,61% a.a. no período. Apesar de ter um sharpe¹⁴ inferior à estratégia de Valor, a estratégia combinada tem 6,25% adicionais de retorno, além de ter um drawdown menor que a estratégia pura de Momentum. Entretanto, como continuamos dando um peso relevante ao fator Momentum no score combinado, a estratégia ainda sofre com os “momentum crashes”, com destaque para o crash do início do bull-market em 2016.

Essa combinação de fatores é bastante simples. Na prática, se combinarmos mais fatores de Valor e Momentum vamos obter scores mais robustos e resultados melhores. Adicionalmente, se nos preocuparmos mais com a exposição direcional do book long-short é possível melhorar a consistência da estratégia com redução da volatilidade e drawdowns, principalmente em torno dos crashes de momentum.

Gráfico 3 – Retorno Acumulado - Fatores



Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

Conclusão

Apesar dos problemas associados à MPT e da desconfiança de muitos acadêmicos e praticantes em relação às otimizações complexas de portfólio – com razão, na maioria dos casos – a intuição do framework de Markowitz com relação aos benefícios de diversificação é importante e ajuda a construir portfólios mais equilibrados e consistentes.

Mostramos que a noção de combinar ativos descorrelacionados pode ser estendida para as estratégias de fatores. Asness (2011), mostrou que até no Japão¹⁵ um investidor que tivesse combinado Momentum com Valor estaria melhor no final das contas. Com isso, ilustramos um pouco do processo de construção de estratégias multifatores. Da mesma forma que existem benefícios em combinar Momentum e Valor, combinar mais fatores como Qualidade e Low Vol também gera benefícios de diversificação.

Na próxima carta voltaremos à discussão de fatores individuais e abordaremos a estratégia de Low Vol, ou Baixa Volatilidade. Esse fator mostra que, contrário à teoria de finanças tradicional, ativos com menos volatilidade tem prêmio sobre ativos mais voláteis! Para descobrir como a estratégia performou no Brasil e entender quais as possíveis razões para sua existência continue acompanhando nossas cartas.

Obrigado pela confiança!

¹ Diversificação é o único almoço grátis.

² Modern Portfolio Theory (MPT) ou Teoria Moderna do Portfólio. Juntamente com os modelos CAPM e Black n' Scholes é um dos pilares da teoria financeira moderna.

³ Para os leitores mais inclinados matematicamente a fórmula da variância do portfólio para o caso de dois ativos está abaixo do título do Gráfico 1. Na fórmula ρ é a correlação, assim quanto menor o ρ menor a $\text{var}(\rho)$, i.e. menor a volatilidade.

⁴ Pense na Fronteira Média-Variância como todas as receitas possíveis com os ingredientes disponíveis (nesse caso o S&P 500 e o Nikkei 225). A metade de cima da Fronteira Média-Variância é a fronteira eficiente: um investidor não consegue obter um retorno mais alto para o mesmo nível de volatilidade. Como o Nikkei 225 está na metade de baixo da Fronteira Média-Variância ele é considerado um portfólio ineficiente.

⁵ Para o leitor mais curioso é interessante notar que o portfólio de mínima variância (GMV) não depende de premissas para os retornos esperados. Portanto, dado que prever volatilidades é mais razoável, é uma solução interessante para quem deseja usar o framework de Markowitz.

⁶ Carta Momentum: <https://www.v8capital.com.br/post/carta-do-gestor-estrat%C3%A9gia-sistem%C3%A1tica-janeiro-de-2023>

Carta Valor: <https://www.v8capital.com.br/post/carta-do-gestor-estrat%C3%A9gias-sistem%C3%A1ticas-fevereiro-de-2023>

⁷ Atualmente possuímos em nossa grade de produtos o Speedway FIC FIM que segue uma estratégia long-short no mercado de equities. Adicionalmente também gerimos um fundo long-only, o V8 Veyron Smart Beta FIC FIA.

⁸ Mais especificamente, com base em cada fator individual, montamos portfólios hipotéticos que ficam comprados nos 20% melhores papéis e vendidos nos 20% piores. Esse portfólio é cash-neutral, isto é, o financeiro da ponta comprada é igual ao financeiro da ponta vendida. Entretanto, esses portfólios não necessariamente são beta-neutral, ou seja, eles podem ter alguma exposição direcional ao mercado.

⁹ EBITDA/EV, E/P (FY2), EBITDA/Price LTM.

¹⁰ 6M Total Return, 1M Total Return, 3M Total Return.

¹¹ Recapitulando, utilizamos o FCF (Fluxo de Caixa) esperado para o próximo ano. Adicionalmente, ordenamos o universo com base no recíproco do fator P/FCF, que é equivalente ao Free Cash Flow Yield.

¹² 15% a.a. é o retorno composto anualizado do spread mensal entre o primeiro quartil e o último quartil. Na carta de janeiro apresentamos somente a diferença no retorno anualizado do primeiro quartil contra o último quartil, equivalente a 16,94%.

¹³ Transformamos os fatores em z-scores e o fator combinado é uma média simples dos z-scores individuais. Isso é importante para igualar as escalas dos dois indicadores. O fator de Valor é uma métrica de yield a.a. e o fator de Momentum é uma variação percentual do preço (mais dividendos e outros proventos) em um intervalo de 6 meses.

¹⁴ Em linha com a última carta, continuamos assumindo taxa livre de risco igual a 0, por simplicidade.

¹⁵ O Japão é o caso mais famoso onde o fator long-short de Momentum não funciona. Entretanto, Wesley Gray e Jack Vogel mostram no livro Quantitative Momentum (2016) que uma estratégia long-only em equities japonesas superou a bolsa local.

Desempenho das Estratégias – ICVM 555

V8 Veyron Smart Beta FIC FIA

Em março o principal tema no mercado global foi a crise dos bancos regionais americanos, com o colapso dos bancos Silicon Valley Bank (SVB) e Signature Bank. A crise eclodiu após a corrida bancária do SVB, causada por perdas bilionárias em sua carteira de títulos públicos. Em vista disso, observamos uma crise de confiança que impactou todo o mercado bancário, com destaque para os bancos americanos menores. A crise também afetou a Europa, com consequências drásticas para o Credit Suisse, que acabou sendo absorvido pelo UBS em um deal que teve um suporte importante do SNB, o banco central suíço.

A crise causou um repricing impressionante da curva de juros americana. Após o evento de crédito, o mercado passou a precificar cortes agressivos nas taxas americanas já no segundo semestre de 2023. Nos EUA mais de 30% do crédito está na mão dos bancos pequenos e médios, que atendem principalmente empresas também pequenas e médias – estas responsáveis pela maior parte dos empregos no país. Com a crise de confiança recaindo principalmente sobre esse segmento dos bancos, é natural esperar mais rigor e conservadorismo na concessão de crédito daqui para frente e, com isso, um impacto negativo no PIB americano nos próximos trimestres.

No Brasil tivemos finalmente a divulgação do arcabouço fiscal. Em linhas gerais o plano traz um mecanismo para limitar o crescimento do gasto a um nível sempre inferior ao crescimento da receita, o que é positivo e de certa forma tira da mesa o risco dos eventos mais extremos de descontrole da dívida pública. Entretanto, faltaram vários detalhes de implementação do plano e ficou a impressão de que um aumento de carga tributária mais à frente é algo não só possível, mas provável.

No anúncio do arcabouço o ministro Haddad reforçou que o governo não pretende criar novos impostos ou aumentar alíquotas. O objetivo é enviar ao congresso uma série de medidas que pretendem trazer de R\$ 100 a R\$ 150 bilhões para os cofres públicos. Entre as medidas divulgadas até agora estão tributar apostas eletrônicas e compras de pequeno valor feitas no exterior via e-commerce, além da mudança das regras envolvendo os incentivos de ICMS dados pelos Estados às empresas. Esta última medida teria um impacto bastante negativo sobre as empresas de varejo e já afetou negativamente as empresas do setor abertas na bolsa. Antes do evento o maior short setorial do Speedway FIC FIM era o setor de varejo. Algumas das empresas afetadas e que carregávamos posições short foram ARZZ3, LREN3 e NTCO3.

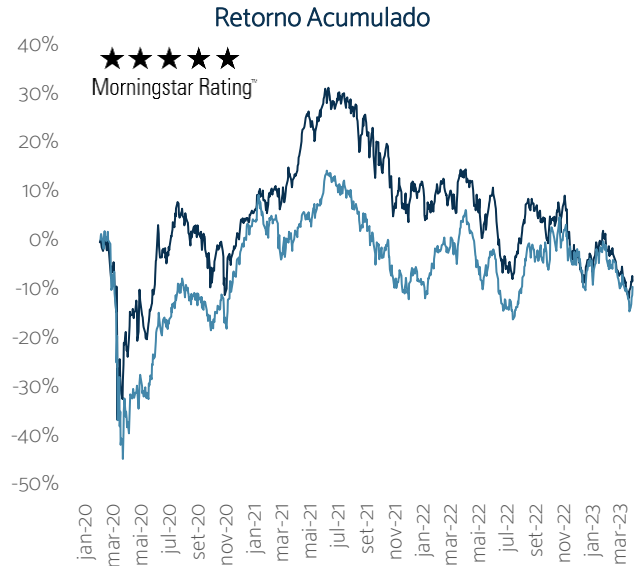
Do lado da política monetária, o BCB manteve a taxa Selic em 13,75% e adotou um tom mais duro tanto no comunicado quanto na ata da decisão. É improvável que as medidas anunciadas pelo governo pelo lado fiscal sejam suficientes para mudar a postura do BC com relação à trajetória da Selic no curto-prazo. Do lado do crédito, a piora no mercado local tem começado a afetar a economia real e já vemos altas expressivas na quantidade de pedidos de RJ.

Por fim, a indústria de fundos continua sofrendo resgates em todas as classes de ativos, o que continua afetando o técnico do mercado, com os ativos ainda pressionados por vendas forçadas dos institucionais locais. Dessa forma, permanece um cenário difícil para assumir uma postura mais construtiva no curto-prazo para os ativos de risco locais, à medida que os ruídos políticos devem continuar e os riscos do cenário externo continuam bastante desafiadores. Contudo, cabe reforçar que os ativos locais estão bastante descontados. Cerca de dois terços da bolsa estão negociando abaixo do valor patrimonial: um patamar comparável à crise de 2008, ao final do bear-market de 2015 e à crise do Covid em 2020, o que é uma oportunidade para investidores com horizonte de mais longo-prazo.

Desempenho das Estratégias – ICVM 555

O **V8 Veyron Smart Beta FIC FIA** fechou março com queda de 1,72%, superando o Ibovespa em 1,19% no mês e acumulando um resultado negativo de 5,44% no ano, contra uma queda de 7,16% da bolsa. O setor de Materiais Básicos foi o destaque negativo no mês. Atualmente o fundo mantém posições em 40 empresas e 20 segmentos diferentes. Setorialmente estamos overweight no setor Industrial.

Ainda não podemos divulgar os resultados da nossa estratégia long-short (Speedway FIC FIM), porém continuamos entregando resultados bastante satisfatórios frente a alta volatilidade do mercado de equities nos últimos meses. Apesar de operar ações a estratégia não depende do cenário direcional da bolsa e vem superando o CDI consistentemente.

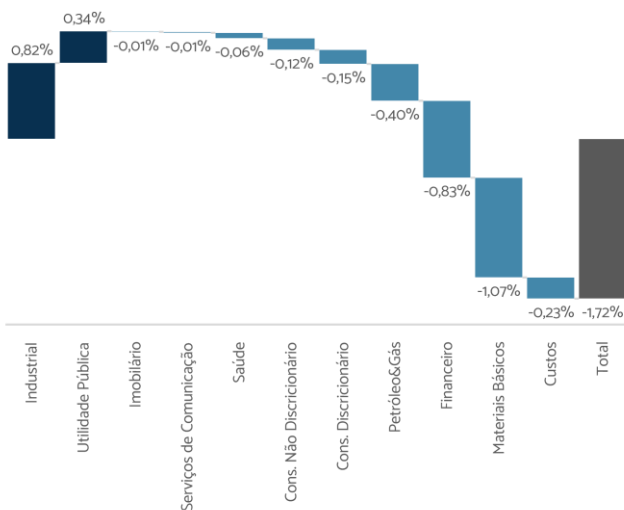


Fonte: Quantum | Elaboração: V8 Capital

ANO	Rentabilidade Mensal												Período			
	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	FUNDO ANO	IBOV ANO	FUNDO ACUM.	IBOV ACUM.
2020	-	-4,63%	-16,57%	11,08%	1,38%	8,92%	8,21%	-4,06%	-8,35%	-3,72%	12,77%	5,34%	-	-	6,22%	4,62%
2021	0,02%	0,69%	6,76%	10,47%	1,99%	0,76%	-2,29%	-1,16%	-7,22%	-9,14%	0,32%	6,39%	6,05%	-11,93%	12,65%	-7,86%
2022	-1,23%	-2,31%	4,44%	-5,11%	2,01%	-13,78%	6,73%	5,48%	-5,26%	6,46%	-8,26%	-1,07%	-13,33%	4,69%	-2,36%	-3,54%
2023	4,50%	-7,93%	-1,72%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,44%	-7,16%	-7,67%	-10,44%

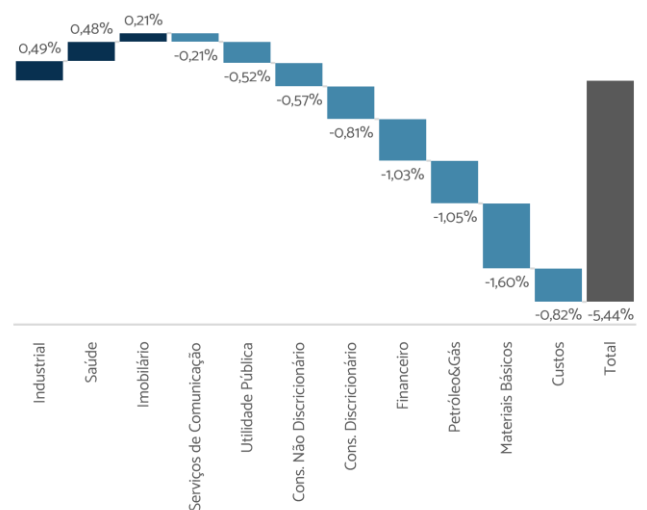
Patrimônio Atual: R\$ 20.752.021,75 Patrimônio Médio 12 Meses: R\$ 23.388.881,12

Atribuição de Performance por Setor – Março de 2023



Fonte e Elaboração: V8 Capital

Atribuição de Performance por Setor – Em 2023



Fonte e Elaboração: V8 Capital

Nossos Distribuidores



Relações com Investidores

Endereço: Rua Castilho, 392, conjunto 51, Brooklin, São Paulo, SP
Cep: 04568-010
Tel: +55 11 5502 0200
E-mail: ri@v8capital.com.br



Disclaimer

Este documento tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela V8 Capital Gestão de Investimentos Ltda., não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na regulamentação vigente ou no Código de Auto-Regulação da ANBIMA. A V8 Capital Gestão de Investimentos Ltda., não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro valor mobiliário. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento antes de aplicar os seus recursos. Os investidores não devem se basear nas informações aqui contidas sem buscar o aconselhamento de um profissional. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxas de saída. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Os fundos Multimercados utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os Indicadores econômicos são meras referências econômicas, e não metas ou parâmetros de performance. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise, no mínimo, de 12(doze) meses.

