



AVANTGARDE
ASSET MANAGEMENT

Ciência de fatores aplicada em estratégias Long-Short

O objetivo de uma estratégia long-short de ações é converter um conjunto de perspectivas de seleção de ações em uma fonte eficiente e diversificada de retornos. Neste breve artigo, analisaremos os motivos para alocar recursos em estratégias long/short de ações e abordaremos algumas escolhas-chave enfrentadas por investidores e gestores. Stock picking sistemático ou discricionário? Vendas a descoberto em ações específicas ou hedge via índice de mercado? E como os gestores devem combinar diferentes perspectivas ou "sinais" em um único portfólio long-short? Por fim, argumentaremos que as estratégias long-short de ações possuem um histórico comprovado de entregar retornos acima da taxa de juros livre de risco.

Sabemos que existe uma busca constante dos investidores por estratégias de retorno mais resilientes, principalmente com os crescentes desafios do mercado de ações. Estratégias long-short merecem uma atenção especial, e este estudo destaca alguns dos pontos chave ao navegar por essa classe de ativos.

Conteúdo

Por que Long-Short?

Risco de Mercado e estratégias Long-Short

Sistemático versus Discricionário

Short: Ativos específicos ou índice?

Ponderando as evidências: Como os gestores sistemáticos combinam os sinais

Gestão de risco e captura de oportunidades

Por que Long-Short?

O desempenho de um portfólio de ações é dado por dois componentes: a exposição ao mercado (também chamado de “beta”) e a habilidade do gestor em capturar retornos excedentes através de uma visão ativa (também conhecido como alfa). Na maioria dos casos, o beta é o fator mais dominante na apuração dos retornos de um portfólio.

Com a adição de uma camada short a uma estratégia de ações, além da possibilidade de neutralizar a exposição ao risco de mercado, também é possível incorporar visões negativas a um portfólio já fundamentado em visões positivas. Existem 3 aplicações práticas para isso.

Permitir uma pequena quantidade de short dentro de uma carteira de ações tradicional para expressar melhor as visões ativas e melhorar a eficiência fiscal. Esses portfólios são tradicionalmente conhecidos como long-bias.

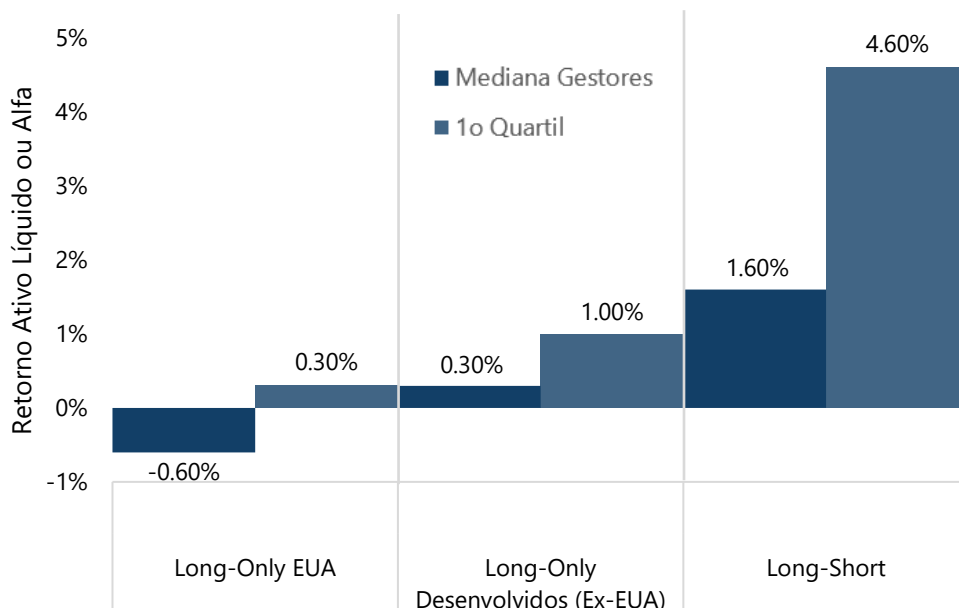
Investir em estratégias long-short, capturando as visões positivas e negativas. Incorporar um componente beta (através da compra de índice de mercado, por exemplo), capturando o risco de mercado a um custo mais baixo, permitindo ajustes táticos sem impactar os retornos ativos.

Manter uma tradicional carteira de ações, complementando o risco ativo com uma alocação adicional de um portfólio long-short, equilibrando os riscos do portfólio. São as tradicionais estratégias Long-Short.

Os gestores podem expressar suas visões sobre companhias ou setores de maneira mais eficiente em um portfólio long-short diversificado do que em um portfólio long-only, que tende a ser mais concentrado para alcançar um nível de risco ativo justificável do ponto de vista de risco-retorno.

Portanto, é provável que as estratégias long-short ofereçam uma fonte mais rica de excesso de retorno. A Figura 1 nos mostra que nos EUA, os gestores long-short geraram excessos de retorno durante a última década, que foi bem desafiadora para gestores long-only.

Figura 1: Performance de estratégias Long-Only versus Long Short
Outubro/2013 – Setembro/2023



Risco de Mercado e Long-Short

Quando se adota uma estratégia long-short em um portfólio diversificado, naturalmente ocorre uma redução da exposição de beta no portfólio. Entretanto, existem algumas maneiras de endereçar essa questão, e os investidores podem empregar algumas das soluções abaixo:

- Incorporar estratégias diversificadas dentro de uma alocação estratégica e ter um beta menor buscando melhores retornos ajustados ao risco.
- Substituir o beta de estratégias long-only usando derivativos: isso pode ser feito pelo investidor ou pelo gestor long-short como parte de uma solução para capturar dois alfas, do long e do short, mantendo uma exposição ao beta de mercado.
- Manter a exposição a produtos long-only e reduzir a alocação em renda fixa para financiar a alocação de estratégias long-short.

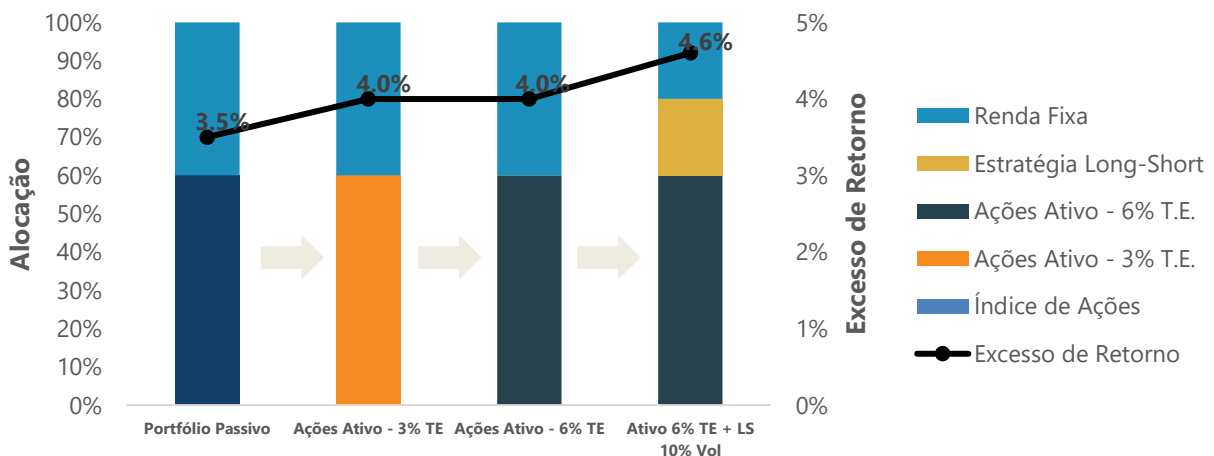
A Figura 2 ilustra uma análise simples de retornos excedentes obtidas a partir da adoção de estratégias ativas de ações com níveis diferentes de *tracking error*, a partir de portfólio passivo tradicional 60/40 nos EUA. O portfólio que agrega estratégias long-short obteve maior excesso de retorno em relação ao índice de mercado.

O gráfico mostra quatro portfólios — todos com o mesmo nível de risco — e seus retornos esperados de acordo com evidências históricas de longo prazo.

Caminhando da esquerda para a direita, primeiro substituímos exposição passiva por exposição ativas para um aumento nos retornos esperados (segunda coluna). Adicionamos mais *tracking error* pois mesmo nesse segundo portfólio, ainda há predominância do beta de mercado. Passando para um portfólio de ações long-only com maior *tracking error* (terceira barra) não evidenciou maiores excessos de retorno, porque o risco agora está mais concentrado e menos eficiente.

Na quarta coluna, adicionamos uma alocação de mercado de long-short, diversificada, o que refletiu em um aumento substancial de excesso de retorno, no mesmo nível de risco.

Figura 2: Alocando em Estratégias Market Neutral: 4 portfólios com o mesmo nível de risco



Sistemático versus Discricionário

Gestores de estratégias long-short, sejam eles sistemáticos ou discricionários, buscam características de ações para superar o mercado no long e subperformar no short. Não surpreende o fato de ambos procurarem características similares nos ativos long: qualidade dos balanços, geração de caixa, lucros resilientes, catalisador de preço para melhoria, e assim por diante. No short, buscam exatamente o oposto.

A principal diferença entre ambos está na forma como constroem seus portfólios, com gestores sistemáticos favorecendo portfólios diversificados de centenas de ações, e gestores discricionários preferindo portfólios mais concentrados de ações individuais onde têm grande convicção. Portfólios sistemáticos buscam exposição a características ou fatores, enquanto portfólios discricionários são intencionalmente mais direcionados por resultados específicos das ações.

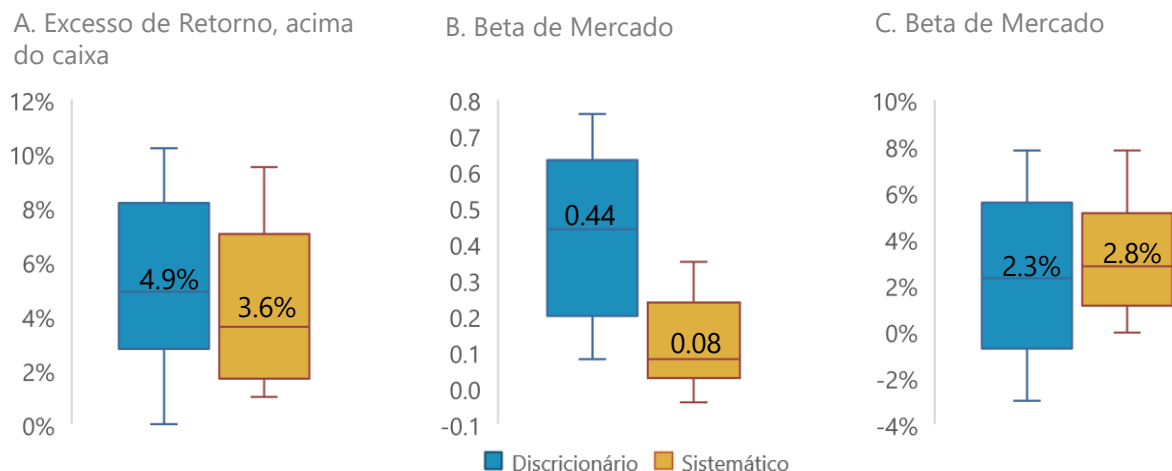
Qual abordagem entrega melhores resultados? Existem várias tentativas de responder a essa pergunta empiricamente, e nossa contribuição é baseada em uma análise simples, porém atual, feita pela AQR com base nos dados de retorno de gestores da HFR.

A figura 3 mostra as distribuições de desempenho de mais de 400 gestores individuais de equity long-short nos EUA desde 1996.

Definiu-se gestores discricionários como aqueles que buscam crescimento ou valor, e gestores sistemáticos como aqueles designados neutros ao mercado ou direcionais quantitativos. Foi incluído tanto fundos ativos quanto fundos extintos para mitigar o viés de sobrevivência, com filtros intuitivos para remover fundos categorizados erroneamente na categoria ou duplicados.

Na média, os gestores entregaram retornos positivos em ambas categorias. Os discricionários tendem a obter retornos ligeiramente maiores, mas parte desse retorno vem de uma exposição muito maior ao mercado, com um beta de cerca de 0.4 (Painel B). Analisando puramente o alfa gerado, os gestores sistemáticos obtiveram um alpha mais alto com uma dispersão menor. Mais interessante é que as correlações entre os fundos discricionários e sistemáticos foram próximas de zero, em média, sugerindo que as duas abordagens podem ser complementares.

Figura 3: Avaliando a proposta de alfa de fundos long-short
Performance de gestores Long-Short, Maio/1996 – Agosto/2023



Short: Ativos específicos ou índice?

A ponta short de um portfólio long-short pode ter duas funções. Primeiro, como um hedge para compensar a exposição ao mercado do book long, de modo que o risco do portfólio seja mais impulsionado pelo desempenho relativo desses longs e menos pela direção do mercado. Segundo, pode proteger riscos mais granulares (por exemplo, de um setor) e expressar visões ativas ao shortear ações específicas que são consideradas especialmente pouco atraentes. Se essas ações pouco atraentes podem ser identificadas, vendê-las será uma fonte adicional de alpha. Porém, vender ações específicas incorre em custos operacionais e de transação, e, para estratégias sistemáticas baseadas em fatores, existe discussões sobre a eficácia dessa fonte de alfa. Será mais eficiente simplesmente vender o índice de mercado?

Intuitivamente, se ações com uma característica particular (empresas lucrativas) tendem a superar o mercado, então ações com a característica oposta (por exemplo, empresas pouco lucrativas) tendem a subperformar o mercado. Mas a dispersão de desempenho pode não variar linearmente com a dispersão na característica.

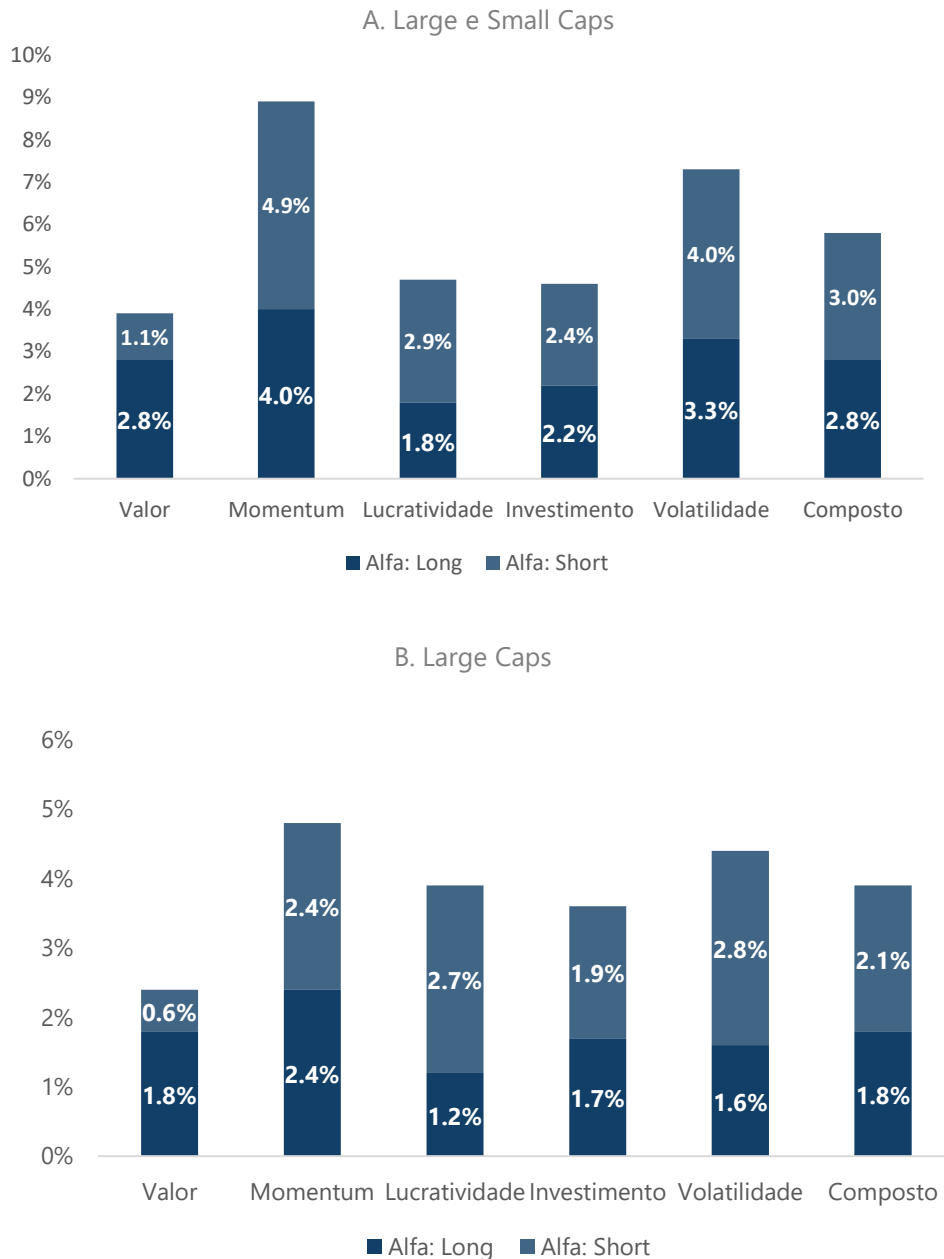
Alguns pesquisadores apresentaram descobertas que sugerem que ambos os lados contribuem para os prêmios de fatores.

Qualquer teste do impacto do short deve ser construído e interpretado com cuidado. É possível que tanto o long quanto o short de um determinado fator, por exemplo, tenham um beta maior que 1 e supere o mercado devido à forma como o fator é construído. Na figura 4, foi relatada as contribuições para o alpha dos lados long e short de cinco fatores de estilo dos EUA e de um portfólio composto de todos os fatores por pesos iguais, ao longo de um período de 60 anos. Para o fator de valor, os longs contribuíram mais para o alpha do que os shorts; mas para os outros fatores, são os shorts que contribuíram mais. Para o portfólio composto, as contribuições são quase iguais. Esse padrão se mantém para a construção acadêmica padrão (Painel A) e para uma visão de large caps, que é mais fidedigna da maioria dos portfólios long-short exequíveis (Painel B).

É intuitivo que ficar vendido no índice é uma maneira de baixo custo e prática para o short de um portfólio long-short, ao fazer o hedge do beta de mercado. Também é intuitivo que essa abordagem deixa parte do alpha na mesa. Se um gestor pode identificar ações pouco atraentes e desenvolveu técnicas de otimização de portfólio eficientes em termos de custos e infraestrutura de negociação, vender essas ações é uma decisão clara.

Short: Ativos específicos ou índice?

Figura 4: Decomposição do alfa de Fatores de Estilos nos EUA
Janeiro/1963 – Setembro/2023



Fonte: Avantgarde. Os fatores de Investimento e volatilidade compram ações com baixo investimento e baixa volatilidade, respectivamente.

Ponderando as evidências: Como os gestores sistemáticos combinam os sinais

Um gestor sistemático provavelmente monitorará muitos "sinais" diferentes para indicar se uma ação é mais atraente que outra. Alguns sinais podem ser testados e comprovados, como múltiplos de avaliação ou medidas de qualidade de lucros. Outros podem ser mais inovadores ou experimentais, talvez utilizando dados alternativos como transações com cartão de crédito ou processamento de linguagem natural.

Como um gestor pode avaliar um eventual "decaimento de alfa" em sinais bem estabelecidos, enquanto também protege contra os riscos de *data mining* em sinais novos? Em resumo, como a inovação deve ser incorporada sistematicamente ao portfólio?

Abordagens puramente baseadas em dados estimam a eficácia de um sinal com base em dados históricos e escolhem seu peso de acordo. Abordagens mais fundamentais travam os pesos âncora baseados em julgamento e intuição econômica.

As abordagens mais sofisticadas combinam ambos os conceitos, por exemplo, usando modelos de aprendizado Bayesiano para atualizar sistematicamente expectativas econômicas com novos dados. Na figura 5, o painel A ilustra um desses frameworks. Já o painel B mostra um exemplo simplificado de como os pesos poderiam ser distribuídos por sinais à medida que novos sinais são introduzidos ao modelo. Neste exemplo, baseado em dados simulados, assumiu-se que os sinais mais novos são introduzidos com um peso baixo, mas podem ganhar um peso maior uma vez que haja dados suficientes para validar um desempenho mais forte. O modelo permanece bem diversificado através dos sinais disponíveis. Este exemplo contém apenas cinco sinais, mas um processo similar poderia ser aplicado a centenas de preditores.

Figura 5: Construção de Modelos Sistemáticos de Ações Long-Short

A. Framework bayesiano para alavancar a teoria e dados para tomar decisões em escala

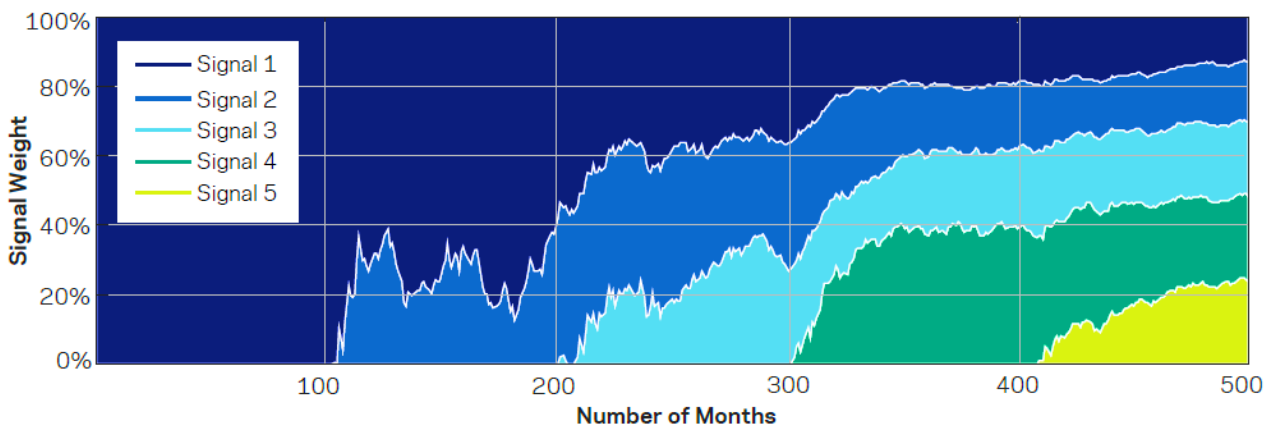


Na ausência de dados, a decisão se baseia na teoria, por exemplo, a hipótese dos mercados eficientes ancora o retorno esperado em zero.

Posição intermediária: Tomada de decisão robusta a partir da integração de teoria e dados: $E(R)$ é uma média ponderada da previsão teórica e da estimativa de dados.

Aprender relações sem estrutura, decisões totalmente baseadas em dados.

B. Incorporando Inovação: Exemplo de pesos dinâmicos conforme novos sinais são introduzidos



Ponderando as evidências: Como os gestores sistemáticos combinam os sinais

Algumas estratégias long-short são projetadas para focar em um fator específico. Investidores podem procurar uma alocação para preencher uma necessidade específica em seu portfólio.

Estratégias específicas podem implementar o mesmo processo de ponderação de sinais descrito anteriormente, mas aplicada a um subconjunto de sinais. Exemplo:

- Uma estratégia long-short focada no fator de valor, para dar exposição maior ao fator quando ele parecer taticamente atrativo, ou para neutralizar um viés de crescimento no portfólio.

Gestão de risco e captura de oportunidades

As estratégias long-short neutralizam o risco de mercado com o objetivo de entregar retornos ativos. Pode ser feita de maneira alavancada ou não.

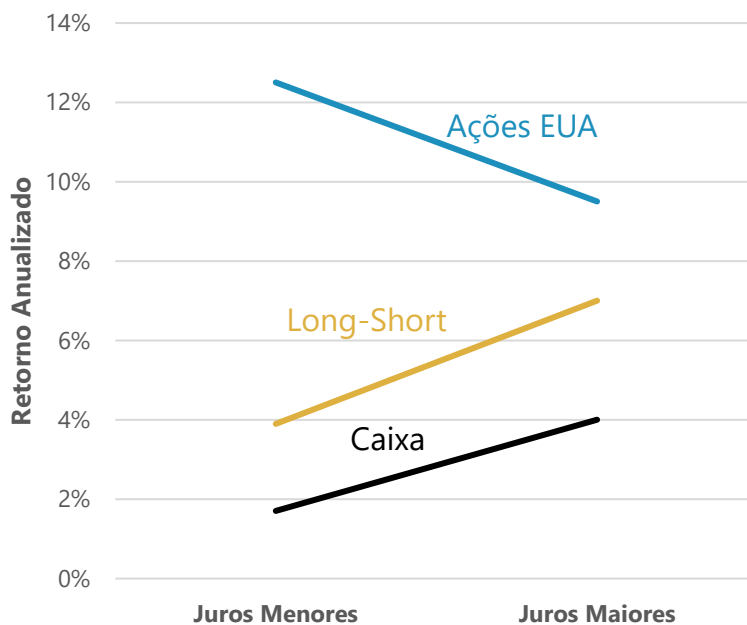
Existem outros riscos não relacionados à alavancagem: uma estratégia diversificada pode simplesmente experimentar um episódio prolongado de desempenho ruim que está de acordo com as expectativas de longo prazo, mas muito difícil para os investidores tolerarem. Em geral, esses períodos de baixa performance coincidem com perdas generalizadas no mercado e é visto como uma falha no processo de diversificação.

Os investidores devem equilibrar esses riscos contra outros riscos (e mais dominantes) em seu portfólio, como o risco de um período prolongado de mercado em baixa, que pode coincidir com inflação em baixa ou em alta (ou seja, com renda fixa podendo ter um bom ou mau desempenho).

Finalmente, e importante, estratégias *market neutral* se beneficiam diretamente de juros mais altas, porque costumam, além da captura do alfa, ter grandes posições em caixa: as posições longs são em grande parte financiadas pelos ativos vendidos no book short. A figura 6 compara retornos médios do mercado de ações dos EUA com um índice *market neutral*, de muito menor risco, em diferentes regimes de taxa de juros.

Os retornos esperados do *market neutral* são absolutamente mais altos em ambos os cenários devida a posição de caixa já exposta anteriormente. No ambiente atual de grandes incertezas para ativos tradicionais, uma alocação alternativa em estratégias long-short deve ser considerada como uma alocação estratégica.

Figura 6: Retornos médios em ambiente de taxas de juros maiores e menores



Fonte: Avantgarde Asset

Disclaimer



A Avantgarde Asset Management comprova que cumpre o Código de Conduta Profissional para Gestores de Ativos do CFA Institute. Esta declaração não foi verificada pelo CFA Institute.



A Avantgarde Asset Management Gestão de Recursos Ltda. aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

A **Avantgarde Asset Management Gestão de Recursos Ltda.** ("Avantgarde") não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas nesse material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este fim. 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.

Nenhuma informação contida nesta apresentação constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de quotas de qualquer fundo de investimento gerido ou patrocinado pela **Avantgarde** ou de quaisquer outros valores mobiliários.

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.

Alguns fundos 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.

É recomendada ao investidor a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento de cada fundo ao aplicar seus recursos.

AVANTGARDE
ASSET MANAGEMENT