



**NU**  
Asset

**NU**  
**SELEÇÃO**

RELATÓRIO ANUAL - 2023

"The big money is not in the buying and the selling but in the waiting."  
- Charlie Munger (1924 - 2023)

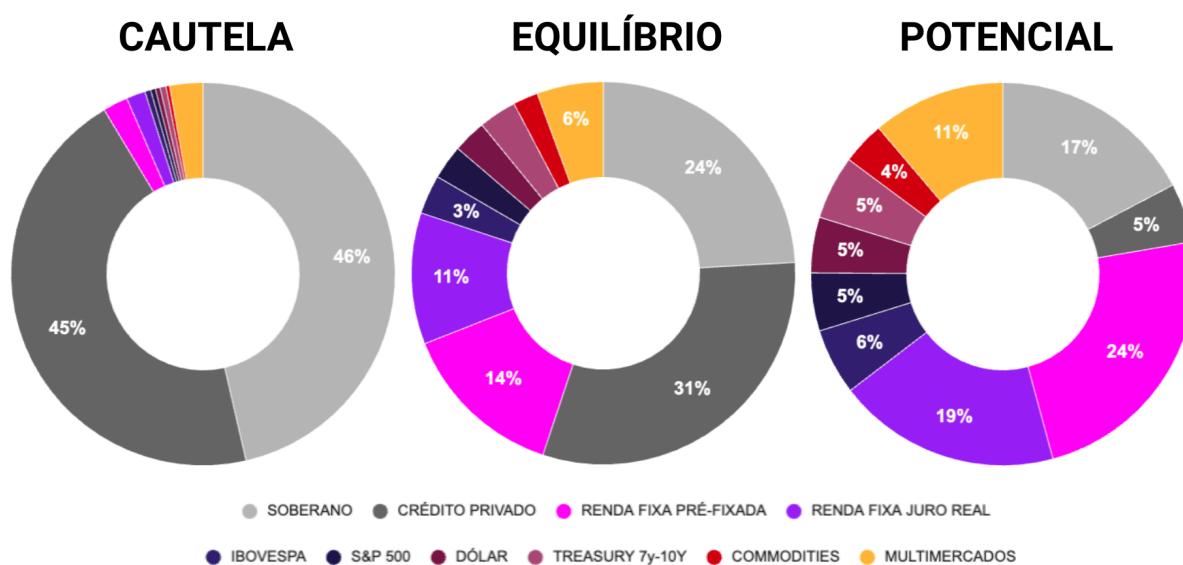
O ano de 2023 foi mais um daqueles anos em que as expectativas iniciais do mercado não se concretizaram, a volatilidade foi novamente a regra do jogo, com momentos de enorme euforia, seguidos de momentos de pessimismo e até mesmo pânico, atrapalhando assim a vida de quem vive de previsões. Uma evidência desse cenário é o retorno acumulado do IHFA – Índice de Hedge Funds da ANBIMA – que registrou seu pior desempenho histórico em comparação ao CDI.

Nesse sentido, os fundos Nu Seleção foram concebidos pensando justamente em uma **solução prática e simplificada** para possibilitar que o investidor se exponha de maneira equilibrada a diversas classes de ativos, eliminando a árdua tarefa de acertar o momento ideal para entrar ou sair de cada mercado.

Dentre os diversos ensinamentos que Charlie Munger nos deixou em vida, o foco no longo prazo sempre esteve presente em seus discursos, assim como a frase que dá início a esta carta nos faz refletir sobre a importância de um compromisso com a disciplina ao longo dos anos. Manter uma **abordagem racional e fundamentada**, mesmo diante de momentos turbulentos, é o que possibilita ao investidor resistir às pressões emocionais e colher os frutos dos juros compostos com o passar do tempo.

A chave para o investidor estar preparado para enfrentar as diferentes condições de mercado é ter como pedra fundamental a diversificação e gestão de riscos adequada. Essa é a abordagem que adotamos na família Nu Seleção. Categorizados como multimercados dinâmicos, os fundos Cautela, Equilíbrio e Potencial se expõem a diversos mercados, mantendo as proporções das alocações com foco no longo prazo.

Essas exposições diversificadas são geradas através de **métodos sistemáticos de otimização** de portfólio, inspirados na Teoria Moderna de Portfólios de Markowitz e no modelo Black-Litterman, que abordaremos em detalhes na sequência. Dessa forma, conseguimos evitar vieses como excesso de confiança, aversão à perda, viés de retrospectiva – e tantos outros que foram amplamente abordados no



campo das finanças comportamentais<sup>1,2</sup> – além de otimizar a relação risco-retorno, resistir a choques de mercado e ter exposição a classes de ativos em fases distintas do ciclo econômico.

Sempre prezamos pela transparência, e o nosso intuito é que o investidor tenha clareza sobre as estratégias e as características de cada estratégia/fundo. Agora vamos entender como esses portfólios são gerados.

## Processo de Investimentos

### 1. Gerando o Portfólio Otimizado de Betas

Um portfólio eficiente e bem diversificado tem como base um processo bem definido, assim como um processo bem definido tem como alicerce a escolha de premissas que vão guiar todo o fluxo decisório. São essas premissas, desde as mais simples até as mais complexas, que impactarão o resultado de um portfólio quando aplicadas consistentemente e adequadamente no processo de investimentos.

No caso da Nu Asset, decidimos seguir o caminho de uma abordagem sistemática que se inspira nos modelos de alocação de recursos mais aceitos do mundo das finanças. Começamos com o modelo clássico de Markowitz<sup>3</sup>, passando pelo Black-Litterman<sup>4</sup> e chegando a abordagens mais modernas como Risk Parity<sup>5</sup>. **Sempre buscando reduzir o viés humano, melhorar a qualidade de nossas decisões e transformar um processo complexo e fragmentado em um processo ordenado e sistemático de decisões, mais simples mas sem ser superficial.** O objetivo final do processo é gerar um portfólio otimizado que maximize a relação risco e retorno, ou seja, que busque oferecer a maior rentabilidade possível dado o grau de incerteza.

O principal ponto da Teoria Moderna de Portfólios é que a decisão de incluir um ativo em um portfólio não deve ser guiada apenas pelas características específicas daquele ativo, mas também pela relação que ele estabelece com os demais investimentos e com o portfólio como um todo. Isso envolve principalmente a sua contribuição de risco para o portfólio resultante. Podemos dividir o processo em cinco etapas principais, e vamos explicar brevemente cada uma delas:

- 1. Definição do universo de investimentos:** A etapa inicial de todo o processo de investimento é definir quais mercados estão autorizados a fazer parte do portfólio. Assim, serão definidos os índices escolhidos para representar esses mercados, juntamente com seus dados históricos de retorno, risco, covariância e tamanho de mercado. O objetivo dessa etapa é abranger os ativos que nos permitem usufruir das mais diversas fontes de retorno que os mercados financeiros proporcionam. É a matéria prima da diversificação.
- 2. Definição do Portfólio de Mercado:** Uma das variáveis-chaves do modelo de otimização é a definição do portfólio de mercado, que busca estimar a alocação atual de todos os agentes do

<sup>1</sup> Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, Econometric Society, vol. 47(2), pages 263-291, March.

<sup>2</sup> Tversky, Amos & Kahneman, Daniel, 1992. "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty," *Journal of Risk and Uncertainty*, Springer, vol. 5(4), pages 297-323, October.

<sup>3</sup> Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>.

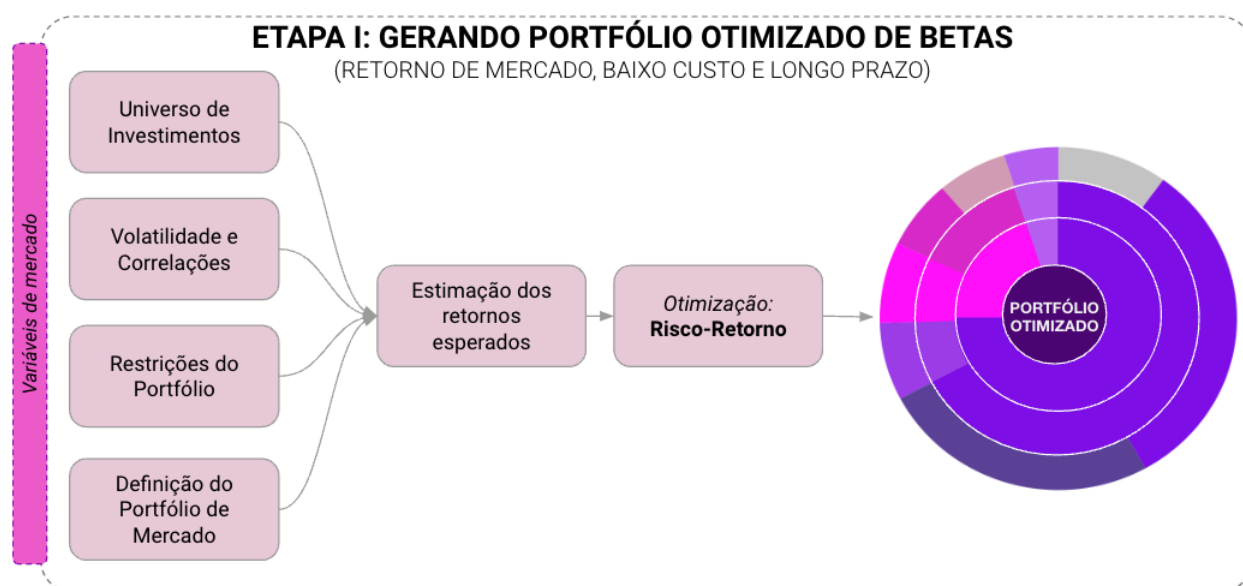
<sup>4</sup> Black, F., & Litterman, R. (1992). Global Portfolio Optimization. *Financial Analysts Journal*, 48(5), 28–43. <http://www.jstor.org/stable/4479577>.

<sup>5</sup> Maillard, S., Roncalli, T., & Teïletche, J. (2010). The properties of equally weighted risk contribution portfolios. *The Journal of Portfolio Management*, 36(4), 60-70.



mercado que tomam decisões de investimento de forma agregada e produzem assim um grande portfólio de risco que representa toda a poupança de um sistema financeiro fechado. A ideia é incorporar a informação disponível no mercado, que reflete a realidade da oferta e demanda de produtos financeiros e sintetiza as decisões de investimento dos agentes financeiros.

3. **Estimação dos retornos e riscos esperados:** Neste momento, são calculados os retornos esperados, que representam as expectativas de retorno para cada mercado em um horizonte relevante de tempo. E como não existe almoço grátis, precisamos estimar também quais riscos estamos correndo ao buscar esses retornos. Essas informações serão utilizadas para calcular as proporções que cada mercado vai representar do portfólio.
4. **Otimização:** Nosso algoritmo proprietário recebe os dados de retornos esperados, covariâncias, portfólio de mercado e outros parâmetros para calcular a melhor combinação entre todas as classes de ativos. O objetivo é maximizar a relação risco-retorno, gerando assim um portfólio otimizado.
5. **Portfólio Master Otimizado de Betas:** São geradas as alocações finais para cada classe de ativos que formam o Portfólio Master. Um detalhe importante é que esse portfólio é composto apenas por "betas", ou seja, índices de mercados amplos, com largo histórico, variações diárias e que refletem uma macro-classe de risco. Essas alocações são atualizadas periodicamente.



## 2. Combinando Betas com Alfa

Nessa etapa do processo de investimento, buscamos trazer outros mercados para os portfólios, visto que os betas que compõem o Portfólio Master Otimizado são alocações de mercados amplos (renda fixa, renda variável, moedas e etc) e que tendem a valorizar no longo prazo. Contudo, sabemos que existe uma série de outras estratégias de investimentos disponíveis no mercado que podem ser acopladas ao portfólio final do investidor.

Nesse sentido, incorporar novas estratégias ao portfólio exige a criação de uma nova etapa do processo, que irá combinar as já existentes posições em betas com as novas alocações em estratégias de alfa. Nesta etapa, adotamos a metodologia *Core-Satellite*.

A metodologia *Core-Satellite* é uma estratégia que combina uma base diversificada e passiva (betas) com investimentos ativos e mais táticos (alfas)<sup>6</sup>. Nessa abordagem, a maior parte do portfólio (o *core*) é composta por investimentos passivos, como fundos de índice ou ETFs, que oferecem estabilidade e crescimento a longo prazo. A parte “*core*” do portfólio fornece ampla exposição ao mercado (no jargão de finanças, ao retorno de mercado ou ainda ao beta de mercado) e ajuda a reduzir o risco geral, pois apresenta característica mais estável.

A parte menor do portfólio, os “satélites”, consistem em investimentos ativamente gerenciados que visam gerar maiores retornos e que apresentam riscos específicos e que precisam ser tratados de forma específica. Isso pode abranger fundos mútuos ativos e investimentos alternativos, como fundos de infraestrutura, private-equity ou venture capital. A ideia é que esses investimentos táticos tentem superar o mercado e aumentar o desempenho geral do portfólio.

A escolha das classes de ativo que compõem os satélites é função da métrica que melhor representa o risco daquela classe. O processo de otimização tenta equilibrar retornos esperados com risco percebido (volatilidade) dos “betas” de mercado. Acontece que essa medida de variabilidade dos retornos não é suficiente para mensurar o risco de toda e qualquer classe de ativo.

É por isso que cada satélite precisa trazer consigo uma metodologia inteligente de alocação que permite mensurar coerentemente o risco daquela classe de ativos, de modo que o satélite seja bem acoplado ao portfólio de betas.

A estratégia *Core-Satellite* oferece vários benefícios, como diversificação e eficiência de custos, combinando investimentos passivos de baixo custo com oportunidades de maior retorno dos investimentos ativos. Além disso, permite uma personalização maior, já que os investidores podem adaptar seus investimentos satélite para atender às suas preferências pessoais, tolerância ao risco e objetivos de investimento. Atualmente, temos três satélites desenvolvidos para buscar novas fontes de retornos, cada um contando com regras específicas para alocação:

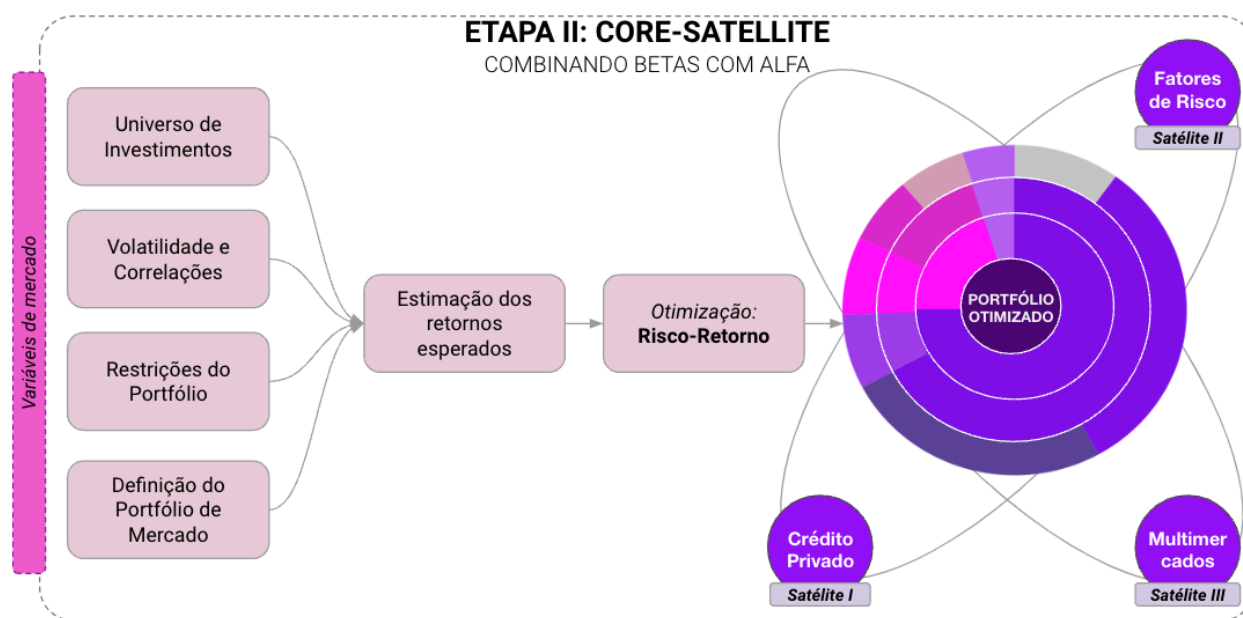
- **Fatores de Risco:** Embora a alocação tradicional de betas seja geralmente limitada ao índice passivo Ibovespa, é possível incluir um satélite dedicado a fatores de risco sistemáticos. Esta alocação adicional é baseada nos princípios do modelo de Fama-French<sup>7</sup>. Isso significa que buscamos capturar retornos associados a fatores como tamanho, valor, *momentum* e baixa volatilidade. Estes fatores, conforme amplamente documentado na literatura, tendem a oferecer retornos superiores ao beta puro de mercado. A exposição é realizada por meio de fundos passivos e/ou ETFs que reflitam de maneira eficaz esses fatores de risco.
- **Crédito Privado:** O satélite de crédito privado é estruturado com o objetivo de otimizar a posição de liquidez dos fundos. Essa posição é tradicionalmente gerida através da exposição a

<sup>6</sup> Para mais detalhes, acesse: [Vanguard. The power of the core-satellite investing strategy.](#)

<sup>7</sup> [Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., A Five-Factor Asset Pricing Model \(September 2014\), Fama-Miller Working Paper.](#)

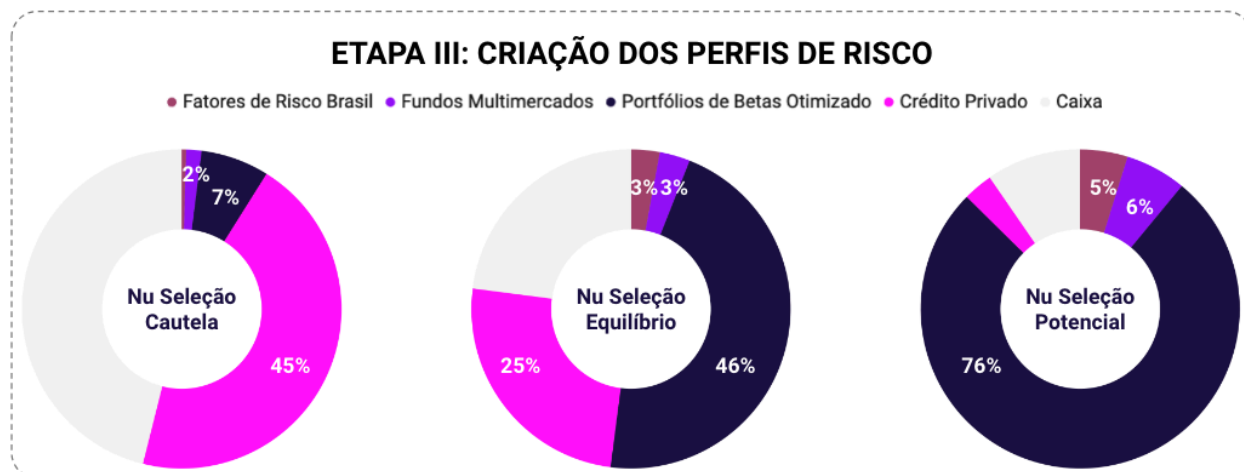
papéis soberanos, que possuem alta liquidez e oferecem um retorno equivalente à taxa básica de juros vigente. O foco deste satélite recai sobre títulos corporativos de alta qualidade e liquidez, selecionados por proporcionarem um retorno superior à taxa livre de risco. A gestão desses títulos é realizada internamente, por uma equipe dedicada da Nu Asset, garantindo uma abordagem especializada e alinhada com as estratégias do fundo. A variação no dia-a-dia dos títulos corporativos é muito pequena, até que sejamos atingidos por eventos de crédito que provoquem movimentos drásticos nos preços. Se usássemos a volatilidade histórica teríamos uma ilusão de segurança, aumentando além do razoável a nossa exposição a essa classe.

- Fundos Multimercados Locais:** A função dos satélites de fundos multimercados é buscar a decorrelação em relação ao portfólio otimizado de betas. Isso significa que, ao alocar recursos em uma carteira cuidadosamente selecionada de gestores renomados de fundos multimercados (incluindo nomes como Verde, SPX, Absolute, Giant Steps, entre outros), o objetivo é reduzir a volatilidade do portfólio como um todo, além de agregar retorno. Em outras palavras, busca-se aumentar o índice Sharpe esperado. O maior risco de se expor a multimercados é o custo mais alto das estratégias ativas, por isso alocamos menos em fundos multimercados quando eles estão alocados nas mesmas classes de ativo que nosso portfólio de betas. Exatamente por isso, a alocação é realizada através de um veículo próprio da Nu Asset, o fundo Ultravioleta Multimercado, que se destaca por não cobrar taxa de administração, apenas taxa de performance.



### 3. Criando os Perfis de Risco

A criação dos perfis de risco é o momento em que o processo de investimento se torna concreto e disponível para nosso cliente através dos nossos três fundos: Cautela, Equilíbrio e Potencial.

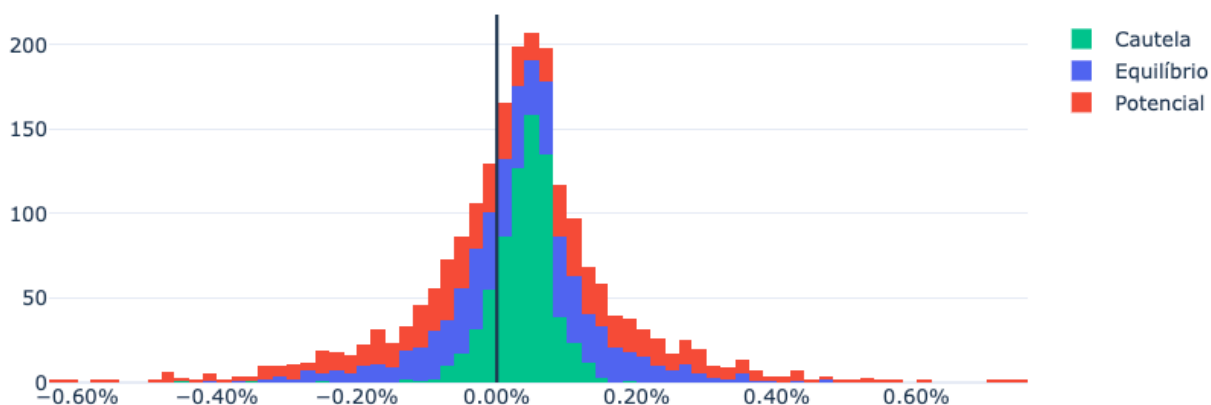


A estratégia de betas de mercado é desenvolvida para atender àquela pessoa que mais se assemelha ao investidor médio do mercado. Acontece que os nossos clientes possuem horizontes de investimento e, principalmente, perfis de aversão a risco particulares, e é com essa intenção de trazer personalização que nasceram os fundos da Família Nu Seleção.

O principal vetor de diferenciação entre os fundos é a volatilidade, nossa principal métrica de risco. Os três fundos possuem uma gradação crescente de volatilidade alvo, o Cautela com 1%, o Equilíbrio com 3% e o Potencial com 5%. Isso representa um intervalo razoável do quanto que esperamos que suas cotas oscilem.

No gráfico abaixo vemos a distribuição dos retornos diários históricos dos três fundos. A imagem tenta dar concretude à ideia teórica de volatilidade. O que vemos é que quanto mais volatilidade tem o fundo, mais espalhados são seus retornos, para o bem e para o mal. Essa é a nossa métrica base de risco e traduz a incerteza inerente àquele investimento. Em tempo, a linha vertical no retorno zero deixa claro que a maior parte dos retornos se concentra no lado positivo, é evidência empírica do sucesso na captura dos prêmios de risco.

## Distribuição dos retornos diários



Fonte: Nu Asset Management, dados desde 17/03/2021.

A consequência mais direta desse alvo de variabilidade é o quanto cada um dos fundos investe no portfólio de betas de mercado *versus* uma alocação em Caixa, que rentabiliza conforme o CDI. Essa estrutura em que três fundos investem em um só fundo que guarda a estratégia de mercado é conhecida como estrutura Master-Feeder, onde o Master é o portfólio com os betas de mercado e os Feeders são os produtos que chegam ao investidor final. É também uma implementação inspirada na teoria clássica da Linha do Mercado de Capitais (CML)<sup>8</sup>. Ao longo de 2023 os três feeders estiveram alocados em média 6,6%, 44,4% e 74,6% no portfólio master, respectivamente.

A volatilidade pode ser entendida como um *proxy* do tamanho do prato de comida que vai satisfazer o apetite a risco do investidor daquele fundo, mas a personalização não para no tamanho do risco, os Feeders também possuem perfis de risco diferenciados. Seguindo a analogia, é como se mudássemos também a composição dos acompanhamentos para se adequar às necessidades dos nossos clientes.

Falando especificamente de cada Feeder, entendemos que o **Cautela** é direcionado para um cliente que não está acostumado com uma cota que oscila, justamente por isso que optamos por aumentar a exposição a risco de crédito como uma das formas de alcançar retornos acima do CDI. O **Equilíbrio** é o Feeder que possui a alocação mais balanceada entre as fontes de risco-retorno disponíveis no nosso universo de investimento, ficando no centro de todas as exposições. E o **Potencial** é direcionado para o perfil de investidor que mais se assemelha ao investidor teórico, possuindo maior parcela da estratégia pura de betas.

Diversas características podem fazer um cliente optar entre os três produtos da família Nu Seleção, inclusive uma mesma pessoa pode ter objetivos de investimento diferentes para parcelas do seu capital total, e que podem ser atendidos pelos diferentes fundos.

<sup>8</sup> Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. The journal of finance, 19(3), 425-442.



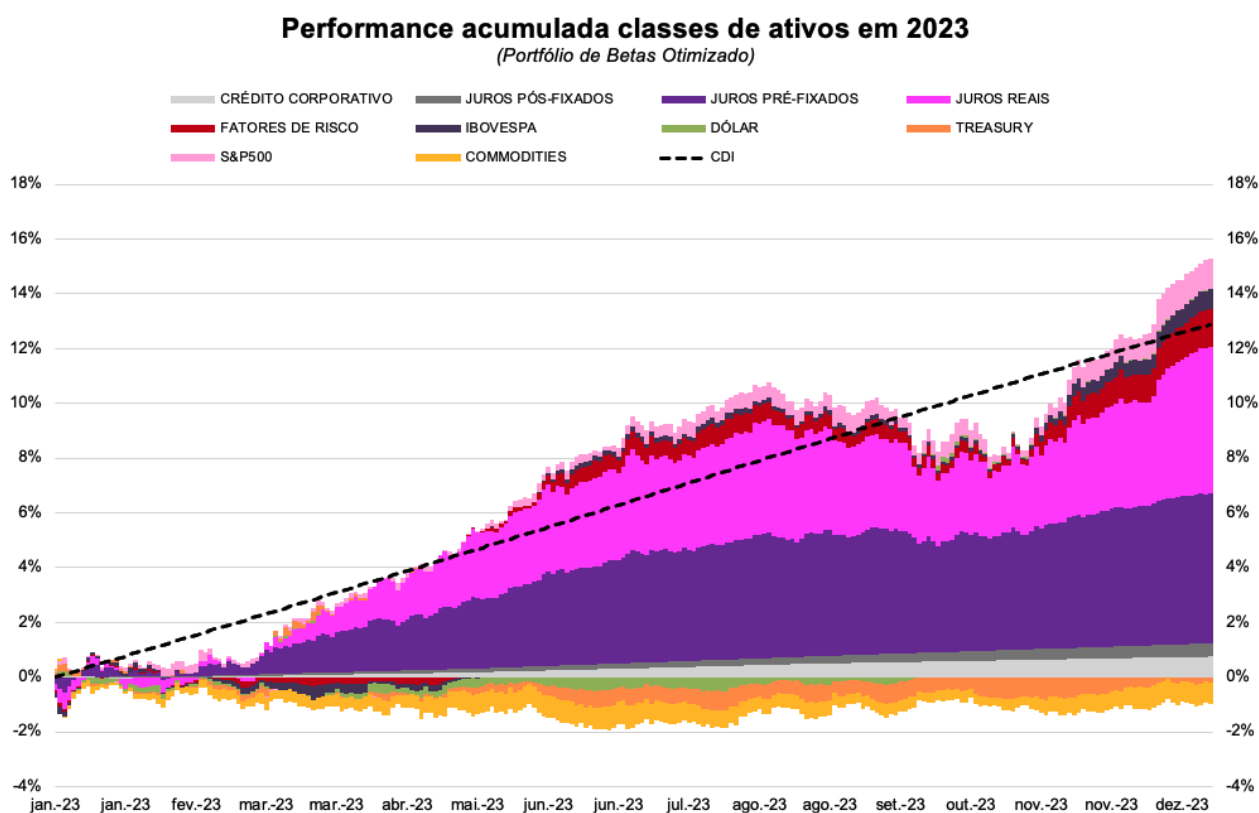
## Resultados acumulados em 2023

### 1. Portfólio Otimizado de Betas

Vamos avaliar os resultados acumulados no ano começando pelo portfólio otimizado de betas. Como podemos notar na imagem abaixo, o ano foi marcado pela volatilidade intensa nos mercados, com períodos de expansão e períodos de retração do portfólio.

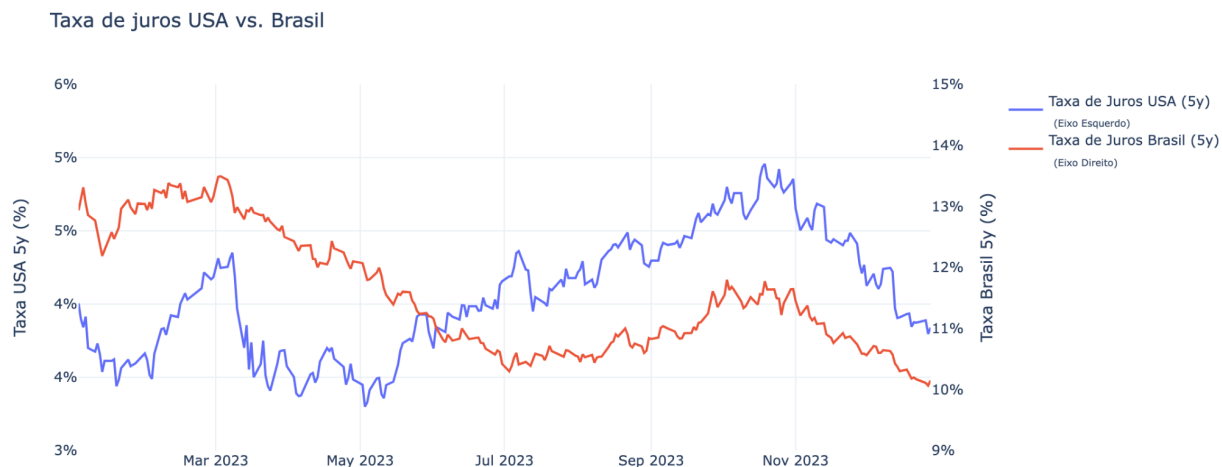
Como investidor, seu interesse está em medir a eficácia com que sua estratégia de investimento foi executada, e uma análise detalhada da contribuição que cada classe de ativos teve para o portfólio oferece uma visão completa do resultado obtido, bem como do cenário econômico ao qual seu capital esteve exposto.

No ano de 2023 o retorno acumulado foi de 14,45%, equivalente a 110,7% do CDI. Tal resultado pode ser explicado pela excelente performance acumulada dos ativos brasileiros, especialmente a parcela de renda fixa.



Nota-se, portanto, a forte contribuição das classes de pré-fixados e juros reais, cada uma agregando +5,4% e 5,5% do resultado acumulado. Tal resultado é explicado principalmente pelo fato de haver ocorrido durante o ano um processo estrutural de redução da inflação corrente, o que abriu espaço para o Banco Central Brasileiro iniciar cortes de juros da taxa Selic, favorecendo a valorização dos títulos na sua marcação à mercado.

Somado a esse evento, é importante ressaltar também a mudança de comunicação do Banco Central Americano, sinalizando o encerramento do ciclo de aperto monetário, e consequentemente resultando na extensão desse processo nos demais bancos centrais globais para um ciclo de juros mais baixos, especialmente as taxas de longo prazo. A variação ao longo do segundo semestre da taxa de juros local foi em grande medida dominada pelo comportamento das taxa de juros americana, conforme gráfico abaixo, e consequentemente a correlação entre as duas taxas no segundo semestre de 2023 alcançou um valor de 54%, contra 25% no primeiro semestre.



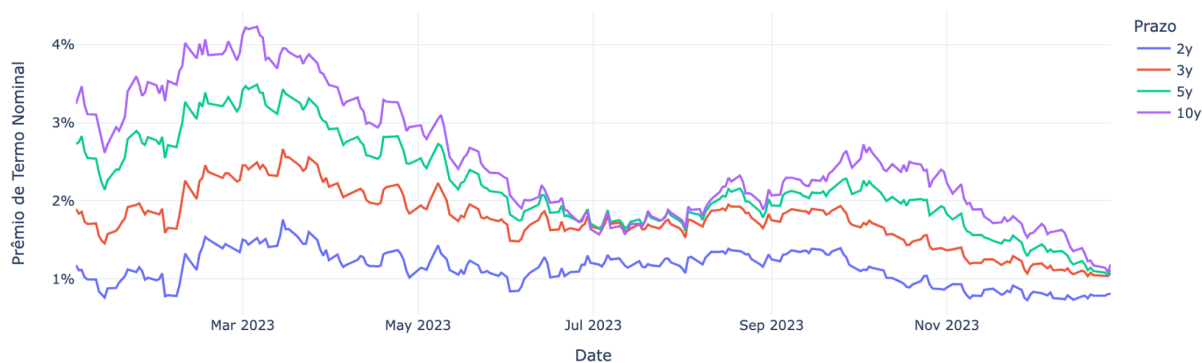
A taxa de juros americana é a peça fundamental no cálculo das taxas de desconto de qualquer fluxo de caixa futuro que precisa ser trazido a valor presente. O seu movimento é como a maré que levanta ou abaixa todos os barcos e monitorar o comportamento dessa taxa é essencial para entender o que explica as variações nos preços dos ativos que investimos.

Além da influência da taxa americana, os juros também estão sujeitos ao efeito do risco percebido de comprar ativos com vencimentos longos. Esse risco recebe o nome de *Prêmio de Termo*. A principal preocupação de quem empresta moeda nacional para o Governo é a inflação. Se o valor de quitação da dívida for prefixado, a principal ameaça para o credor é que esse valor nominal não tenha mais valor real quando do vencimento do empréstimo. Assim, se o risco percebido de uma inflação descontrolada for alto, os donos do dinheiro exigem taxas maiores para emprestá-lo e serem recompensados proporcionalmente.

Estimamos o *Prêmio de Termo* usando o modelo de Adrian, Crump, and Moench<sup>9</sup> e conseguimos evidenciar como os eventos políticos e econômicos de 2023 afetaram essa estimativa do Prêmio de Termo nas taxas de juros nominais.

<sup>9</sup> Adrian, T., Crump, R. K., & Moench, E. (2013). [Pricing the term structure with linear regressions](#). *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138. As estimativas dessa modelagem já foram pauta de um [Relatório Trimestral da Inflação do Banco Central do Brasil em 2022](#), e os resultados para a curva americana são [disponibilizados pelo Federal Reserve de Nova Iorque](#) diariamente

Evolução do Prêmio de Termo durante 2023



Ao longo do ano tivemos quatro grandes momentos que merecem ser destacados: O início de ano de muitas incertezas acerca da política fiscal no Brasil. Na sequência, a forte valorização dos títulos de dívida local após a divulgação do novo arcabouço fiscal, seguido de um terceiro momento de fortes incertezas nas taxa de juros americana, que levaram a uma desvalorização dos títulos soberanos. Por fim, o final do ano foi marcado pela recuperação de todos os mercados, no qual as posições de renda fixa foram muito favorecidas.

Juntando os dois gráficos anteriores, podemos ver que o primeiro movimento de fechamento de curvas acontece motivado pela redução da percepção de risco interno do país, ao passo que o movimento dos juros no segundo semestre não encontra paralelo aumento nas estimativas do Prêmio de Termo. É por isso que as correlações entre a taxa de juros americana e brasileira são tão diferentes entre os dois semestres de 2023, o fator subjacente que explicam seus movimentos nesses dois períodos são eminentemente distintos.

Na ponta positiva também temos as posições no mercado de ações, tanto brasileiro como internacional, que estão presentes na parcela Core dos portfólios. O S&P 500, em particular, registrou um retorno total de 24,2% até o final do ano. O desempenho positivo foi impulsionado em parte pela queda da inflação, que passou a variar entre 3% e 3,5%, em comparação com os níveis de 7% a 7,5% um ano antes. Além disso, os preços *spot* da energia caíram 30% em relação aos níveis do ano anterior, contribuindo para o ambiente favorável do mercado acionário.

O setor de Tecnologia do S&P 500 teve um *rally* substancial, impulsionado pela febre da Inteligência Artificial, com ações como NVIDIA e AMD registrando ganhos de três dígitos. Enquanto que a Apple e Microsoft, que têm os maiores pesos no índice, tiveram ganhos superiores a 50% no ano, outros setores de alto desempenho incluíram Serviços de Comunicação e Bens de Consumo Não Duráveis, ambos com ganhos superiores a 40% para o ano.

O Ibovespa fechou o ano com uma alta acumulada de 22,3%, registrando seu melhor desempenho anual desde 2019. As políticas monetária e fiscal adotadas pelo Banco Central do Brasil e pelo governo brasileiro também tiveram um papel significativo na melhoria do desempenho do mercado de ações. Além disso, o fluxo de investimentos estrangeiros foi o segundo maior da série histórica, segundo dados da B3 que estimam mais de R\$ 45 bilhões de entradas de recursos, ficando atrás apenas do ano de

2022, com mais de R\$ 100 bi<sup>10</sup>, impulsionado por um ambiente global de busca por rendimentos mais altos, contribuiu para o forte desempenho do índice.

Adicionalmente, podemos fazer uma análise mais aprofundada do retorno acumulado da renda variável brasileira sob a ótica dos fatores de risco, quebrando pelo fatores clássicos de Fama-French.

- **Valor:** O ano foi marcado pela excelente performance do fator de risco de Valor (foco em empresas de alta capitalização e baixo P/E), tomando como proxy desse fator o índice [BAFI Brazil 50](#), apresentou retorno de + 30.6%, refletindo a valorização das empresas que apresentam fluxo de caixa estável e menor alavancagem financeira.
- **Tamanho:** Mais um ano que o fator de risco Tamanho (comumente chamado de Small Cap) apresenta performance abaixo do esperado e abaixo do Índice Bovespa, pois via de regra, esse é o fator de risco que mais deveria entregar retorno ao investidor, visto que o risco embutido e o potencial de crescimento das empresas é o maior. Assumindo o índice [Small Cap da B3](#) como uma *proxy* para tal fator de risco, o retorno acumulado foi de +17%, com volatilidade superior e maior drawdown acumulado no período, ou seja, praticamente não adicionou retorno/reduziu risco ao portfólio nessa janela.
- **Momentum:** A performance do fator *momentum* foi aquém do esperado, embora houveram *rallies*, a estratégia não conseguiu capturar retornos acima do mercado, devido a meses de alta volatilidade e movimentos laterais (janeiro até março e agosto até setembro). Tendo como base o índice [Morningstar Brazil Target Momentum](#), o retorno no ano foi de +19,8%.
- **Baixa Volatilidade:** Mais uma ano que o fator de risco Baixa Volatilidade, conhecido como uma das maiores anomalias do mercado, apresentou retorno superior ao próprio índice de mercado (Ibovespa). Tal anomalia ficou mundialmente conhecida com o artigo "[On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Market](#)"<sup>11</sup>, onde os autores demonstram empiricamente que ações com menor volatilidade que o mercado (defensiva) tendem a render mais que as ações de alta volatilidade (agressivas). Assumindo como aproximação o índice [S&P/B3 Baixa Volatilidade](#), o fator de risco se valorizou +23,1% no ano de 2023.
- **Dividendos:** Assumindo dividendos como também um fator de risco, tivemos a valorização do índice [IBSD](#)<sup>12</sup>, que reflete a valorização do que podemos considerar fator de risco de Dividendos (muito próximo do que seria o fator de Valor), o índice rendeu +31,5% no ano. Para replicar esse fator de risco, a exposição é feita pelo [NSDV11](#), que é um [ETF da Nu Asset](#).

A tabela abaixo evidencia o comportamento de cada um dos fatores de risco. Vale destacar o comportamento diferente de cada um deles, e como essas divergências são benéficas ao portfólio. O fator Baixa Volatilidade, por exemplo, é o que apresentou a menor volatilidade (como é esperado), resultando em um máximo *drawdown* de apenas -9,8%. Além disso, foi defensivo para o portfólio,

<sup>10</sup> [Investidores estrangeiros entram com R\\$ 45 bilhões na B3 em 2023. Infomoney.](#)

<sup>11</sup> [Haugen, Robert A. and Heins, A. James. On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Market \(December 1, 1972\).](#)

<sup>12</sup> O Índice Bovespa Smart Dividendos (IBSD) foi produzido pela B3 em parceria com a Nu Asset, e é o primeiro smart beta do Ibovespa e tem o objetivo de alocar em ações pagadoras recorrentes de dividendos. Para mais detalhes sobre o fator de risco de Dividendos, acesse a metodologia do [índice Bovespa Smart Dividendos](#).

apresentando o melhor resultado no *downside capture*<sup>13</sup> – métrica utilizada em períodos de queda do mercado, como um indicativo de resiliência.

De forma completamente antagônica, o comportamento do fator Tamanho tende a ampliar os movimentos do mercado, tanto para cima quanto para baixo. Por essa característica, o beta é elevado e o *upside capture* resultou no maior valor observado, entregando mais rentabilidade em relação ao Ibovespa em períodos de alta do mercado.

O fator Valor e Dividend Yield possuem um comportamento similar, com betas um pouco inferiores ao mercado, mas também com menos volatilidade. A ideia desses fatores de risco é aumentar a qualidade das alocações através de boas empresas.

No Valor, estão inclusas empresas com excelentes fundamentos e são levados em consideração o *cash dividends*, *free cash flow*, *total sales*, e *book equity value*. O Dividend Yield também funciona como um filtro de qualidade, e as empresas que frequentemente pagam dividendos, geram lucro consistentemente, e no longo prazo tendem a entregar retornos acima do mercado.

Nota-se também que a métrica *information ratio*<sup>14</sup> do Valor e Dividend Yield apresenta o maior valor entre os fatores de risco. Essa métrica é uma medida de desempenho para avaliar a capacidade de geração de retornos acima do *benchmark* (Ibovespa), levando em consideração a volatilidade .

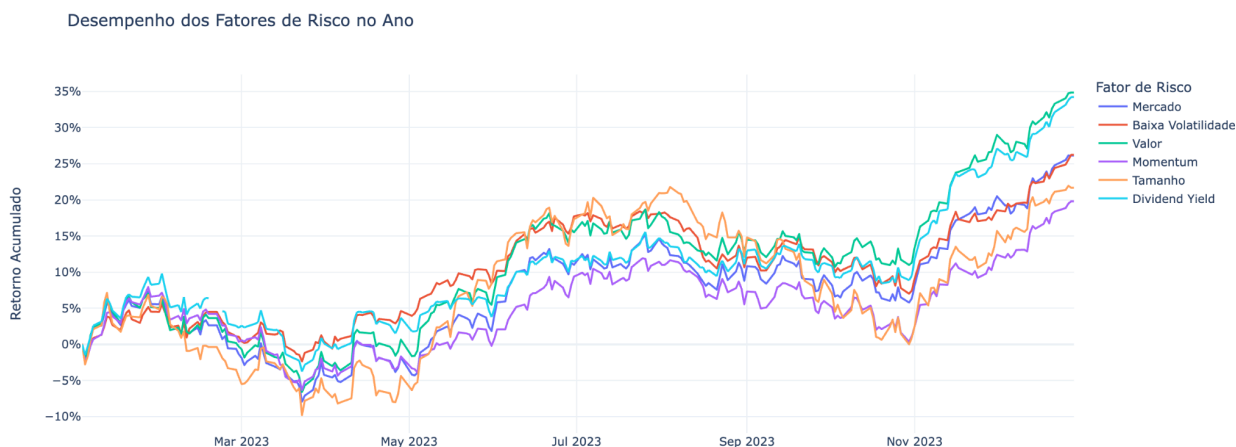
Fator de Risco	Índice Referência	Retorno Acumulado	Sharpe Ratio	Information Ratio	Volatilidade	Máx Drawdown	Max Time Underwater	Upside Capture	Downside Capture
Mercado	Ibovespa	22.28%	0.56	-	17.22%	-14.23%	87	100%	100%
Valor	RAFI Smart 50	30.94%	0.97	2.3	17.14%	-12.71%	75	106%	99%
Baixa Volatilidade	S&P BR Low Vol	23.11%	0.72	0.01	13.52%	-9.84%	88	47%	85%
Momentum	Morningstar Brazil Target Momentum	17.14%	0.32	-0.66	15.50%	-13.21%	95	62%	94%
Tamanho	Small Caps	17.27%	0.28	-0.28	22.30%	-17.88%	96	122%	104%
Dividend Yield	Ibovespa Smart Dividendos	29.38%	0.99	0.89	15.20%	-12.36%	86	70%	91%

A seguir, observamos o desempenho dos principais fatores de risco durante o ano de 2023. É importante destacar que todos os índices são *long-only*, isto é, eles não incluem a parcela de ações vendidas. É por esse motivo que os movimentos não são exageradamente distantes dos do Ibovespa (Mercado).

<sup>13</sup> O [Downside Capture Ratio](#) calcula a proporção dos movimentos de queda de um benchmark que são capturados pelo ativo. Valores mais baixos são melhores porque significa que o ativo é defensivo em relação àquele benchmark por ter resultados negativos menores do que o índice de referência.

<sup>14</sup> [Information Ratio](#): métrica utilizada para medir a eficácia de retornos acima do *benchmark* ajustado ao risco.





## 2. Cautela, Equilíbrio e Potencial

Agora, vamos analisar o retorno acumulado ao longo do ano, para cada um dos portfólios oferecidos aos investidores:

O desempenho do fundo **Cautela foi de 11,76% no ano**, e com uma volatilidade anualizada de 0,82%. Este resultado é em grande parte explicado pela exposição em Caixa e Crédito Privado, que cumprem um papel de reduzir a volatilidade e principalmente o *max time underwater*, ou seja, a quantidade de dias que o portfólio demorou para se recuperar do seu *drawdown* mais longo.

O **Equilíbrio rendeu 12,37%** no período e teve um comportamento defensivo em períodos de volatilidade, com apenas 3 dias a mais do que o Cautela no indicador *max time underwater*, resultando em um máximo *drawdown* de -1,08%. A volatilidade anual do portfólio ficou em 1,81%, acréscimo decorrente da maior exposição no portfólio otimizado de betas, porém, ainda assim com um grau de risco muito controlado e estável

O **Potencial alcançou 12,81% no ano**, resultado atribuído principalmente pela valorização dos betas locais e do satélite de fatores de risco, cumprindo seu papel de oferecer maior retorno em cenários de expansão de mercado. A volatilidade foi superior aos outros fundos, chegando em 2,91%, mas com um máximo *drawdown* controlado de apenas -1,51%. Devido à sua maior volatilidade, o *max time underwater* foi o mais longo, totalizando 61 dias.

Para dar contexto a esses valores, vamos comparar os portfólios com o Índice de Hedge Funds da Anbima<sup>15</sup>, que representa a média dos retornos dos maiores fundos multimercados brasileiros. Assim conseguimos usá-lo como *benchmark* e verificar se o retorno dos fundos Nu Seleção adicionam valor em relação ao mercado. Assim, utilizando o cálculo do *information ratio* fica evidente que os fundos desempenharam bem acima do que a média da indústria, entregando maiores retornos com muito menos volatilidade, além de um máximo *drawdown* menor.

<sup>15</sup> [IHFA - Índice de Hedge Fund Anbima](#)

	Retorno Acumulado	Information Ratio	Volatilidade	Max Time Underwater	Máximo Drawdown
Cautela	11.76%	0.71	0.82%	37	-1.32%
Equilíbrio	12.37%	1.02	1.81%	40	-1.08%
Potencial	12.81%	1.13	2.91%	61	-1.51%
IHFA	9.31%	-	3.12%	41	-1.90%
IHFA (ex-Long Biased)	9.38%	0.07	2.92%	40	-1.60%

Abaixo, o retorno acumulado dos fundos Nu Seleção em comparação com o CDI e com o IHFA. Optamos também por adicionar um filtro proprietário para o IHFA, removendo os fundos que apresentam as estratégias como Long Biased e Crédito e deixando apenas aqueles com estratégias tradicionais de multimercado e assim ser mais fiel à comparação.

#### Desempenho dos fundos Nu Seleção no ano



Utilizamos a decomposição dos retornos para entender como cada classe de ativos contribuiu para o desempenho final de cada um dos nossos Feeders. O objetivo é evidenciar tanto os resultados da nossa decisão de investimento do portfólio de risco quanto a escolha de combinação de fatores de risco para os feeders.

## Contribuição de retorno por classe de ativo em 2023

Macro Classe	Classe de Ativo	Cautela	Equilíbrio	Potencial
Caixa	Soberano	1.62%	0.60%	0.72%
Satélite I	Crédito Privado	9.03%	5.55%	1.64%
		10.65%	6.15%	2.35%
Betas Locais	Pré-fixada	0.36%	2.40%	4.04%
	Juros Reais	0.37%	2.42%	4.05%
	Ibovespa	0.05%	0.33%	0.56%
Satélite II	Fatores de risco	0.10%	0.62%	1.04%
		0.89%	5.78%	9.69%
Betas Globais	Dólar	0.00%	0.00%	0.00%
	Treasury	-0.01%	-0.07%	-0.14%
	S&P 500	0.08%	0.51%	0.83%
	Commodities	-0.05%	-0.36%	-0.60%
		0.01%	0.08%	0.10%
Satélite III	Multimercados	0.19%	0.35%	0.69%
	Custos	-0.30%	-0.41%	-0.51%
	Total	11.76%	12.37%	12.81%
	CDI em 2023	13.05%	13.05%	13.05%

O bom desempenho dos Betas Locais, observado no portfólio Master, é naturalmente transferido também para os Feeders, embora em proporções diferentes. De pronto, vale destacar a contribuição negativa da classe de Commodities como evidência de que estamos realmente investindo em um portfólio diversificado. A diversificação exige que tenhamos classes descorrelacionadas e que atuam para defender o portfólio em períodos diferentes de mercado. A exposição a commodities é muito benéfica em cenários de surpresa inflacionária, que vivemos no ano de 2022, e tende a atuar de forma detratora em contextos de ancoragem dos índices de inflação, que foi o que vivemos durante o ano de 2023.

Observando a primeira coluna de retornos temos que no Cautela a maior parte do retorno é explicado pelas classes de Caixa e o primeiro satélite (Crédito Privado). Isso reflete a decisão de investimento de expor o nosso fundo mais conservador a riscos menos voláteis como o risco do Satélite I.

Já o Potencial possui um perfil de retornos muito parecido com os retornos do portfólio somente com Betas (o Master) o que também é esperado dado o tamanho que o Master representa da alocação do

Potencial. Por último, o retorno do fundo Equilíbrio são os mais bem distribuídos entre todas as classes, representando que fora cumprido o objetivo de ser o portfólio mais balanceado entre as exposições.

Em conclusão, nosso objetivo com esse documento foi trazer ainda mais transparência e o *accountability* ao processo de investimento, aos resultados alcançados e à eficácia de uma abordagem de investimento equilibrada e fundamentada durante um cenário de mercado desafiador. A estratégia de diversificação adotada, alinhada com modelos financeiros avançados, provou sua resiliência diante das flutuações de mercado, sublinhando a importância de uma gestão de risco prudente e uma visão de longo prazo.

Esta abordagem, **baseada na combinação de teorias financeiras sólidas e práticas de investimento inovadoras, reforça a visão dos fundos Nu Seleção serem uma solução completa de investimentos**, aptos a navegar em ambientes econômicos incertos e a maximizar os retornos ajustados ao risco para seus investidores.

Olhando para o futuro, os resultados de 2023 demonstram que os fundos estão bem posicionados para enfrentar desafios futuros e explorar oportunidades emergentes no mercado financeiro. A capacidade de adaptar-se rapidamente a mudanças nas condições de mercado, mantendo um compromisso firme com a excelência na gestão de investimentos será essencial para sustentar o sucesso contínuo. **O foco na inovação, na pesquisa aprofundada e na aplicação de estratégias financeiras comprovadas** deve continuar orientando nosso caminho para oferecer soluções de investimento de alta qualidade e valor agregado aos seus clientes.

**Pedro Mota**, CFA, Gestor de Portfólios

**Victor Duran**, CFA, Quant Researcher

**Rafael Rossi**, Quant Researcher

Esse material foi preparado pela Nu Asset Management Ltda., tem caráter meramente informativo e não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativos. Todas as estimativas e informações contidas aqui podem mudar a qualquer momento. Antes de tomar a sua decisão em relação ao investimento, recomendamos consultar a adequação do perfil de risco dos produtos (suitability) e se necessário, profissionais especializados para uma análise específica. Conheça mais sobre o produto e os riscos aqui: Cautela, Equilíbrio e Potencial. Os Fundos de Investimento não contam como garantia de Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Para mais informações, acesse o site do FGC: [www.fgc.org.br](http://www.fgc.org.br). A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Para a avaliação de performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (meses) ou, caso o fundo de investimento tenha menos 12 (doze) meses, a análise de período desde a data de início de seu funcionamento até o último dia do mês anterior à composição desse material informativo.