

Pandhora Essencial – Performance Mensal

Desempenho	Mês	Ano
Pandhora Essencial	2%	3%
%CDI	1030%	100%

O Pandhora Essencial teve ganhos de 1.54% em novembro. O fundo acumula alta de 2.6% no ano (100% do CDI). No *breakdown* por classe de ativo, a principal contribuição veio do book de Ações, enquanto o de Juros teve performance *flat* e os de Commodities e Moedas tiveram performance negativa.

As estratégias de **ARP de Behavior** foram os principais drivers do retorno positivo no mês, com ganhos expressivos em índices de ações globais, moedas emergentes, commodities e índices de volatilidade. Apesar do forte ruído nos mercados nas últimas duas semanas de outubro, precificando os impactos negativos da 2ª onda no Mundo e suas potenciais medidas restritivas, como novos *lockdowns*, os modelos de Tendência Pandhora, que se pretendem a capturar a tendência e não o ruído, motivo pelo qual, permaneceram majoritariamente risk-On e puderam capturar, comprados, um mês excepcional para as bolsas no mundo – Brasil em particular, num dos melhores meses desde 1999. Modelos de curto prazo de Tendência tendem a “trocar o pé” nestes momentos, o que, para movimentos como o de novembro, é muito contraproducente para o portfólio - por isso a importância da abordagem de médio/longo prazo para alocação do Fundo.

As estratégias de **ARP Relativo** tiveram contribuição de retorno negativa para o Fundo. Na análise de mercado a seguir, comentamos sobre o *rotation* que ocorreu principalmente nos mercados desenvolvidos entre as estratégias de Momentum e Valor. A combinação do maior apetite a risco com a iminência da produção da vacina aumentou a procura por ações cíclicas - antes muito descontadas. O fator Momentum Brasil sofreu um *drawdown* relevante em um dia em que o mercado à vista de ações negociou quase 50 bilhões de reais. Como contribuição positiva de ações para a cota do fundo, podemos destacar Santander, Petrobras, Bradespar e Smiles. Do lado negativo destacamos YDUQS, Embraer, CVC e BRF. A estratégia *Long and Short* de moedas teve uma performance positiva relevante com destaque para a posição comprada em NOK (coroa norueguesa) que foi a moeda G10 que mais se valorizou contra o dólar este mês.

As estratégias de **Beta** também ganharam com a alta das bolsas e commodities; em contrapartida, o cenário potencialmente inflacionário reverberou nos mercados local e globais de taxas de juros pré-fixadas, fazendo com que a estratégia de *Risk Parity* tivesse perdas nas posições defensivas de ouro. No saldo, houve ganhos com as posições de Beta dada a magnitude do movimento em *equities*.

As estratégias de **Hedge** foram levemente negativas, com ganhos nas estruturas de opções compradas em volatilidade e perda na posição comprada em dólar contra o real. Apesar de contraintuitivo – pelas volatilidades implícitas terem sido mais ofertadas ao longo do mês – as estratégias de proteção contra risco de cauda via opções tiveram um ganho marginal no mês, já que as volatilidades nas regiões das “caudas” da superfície foram menos ofertadas que as volatilidades implícitas mais perto da região “*in the money*”.

O posicionamento direcional do fundo continua *risk-On* com posições compradas nos índices de ações, comprados em moedas emergentes contra o dólar, mas com uma posição relevante vendida em real. O book de juros pré local está tomado e ao mesmo tempo dado em juro real, (comprada em inflação implícita); book de juros internacional aplicado tanto nominalmente como em TIPS americanas. Nas *commodities* estamos comprados, com destaque para os derivados de energia que foram o último grupo de *commodities* a encerrar a venda e iniciar compra durante o mês.

Estratégias	Mês
ARP Behavior	2,73%
ARP Relativo	-1,19%
Beta	0,52%
Hedge	-0,51%
Caixa	0,15%
Custos	-0,17%
Total	1,54%

Estratégias Long Short sem exposição direcional que buscam capturar as correlações entre ativos da mesma classe.

Estratégias direcionais que se aproveitam de comportamentos irracionais dos agentes de mercado.

Estratégias focadas na preservação de capital em Momentums de crise.

Estratégias de captura do prêmio de risco do mercado, crescimento das empresas

Classe de Ativo	Mês
Ações	2,33%
Moedas	-0,60%
Juros	0,00%
Commodities	-0,16%
Caixa	0,15%
Custos	-0,17%
Total	1,54%

Análise de Mercado

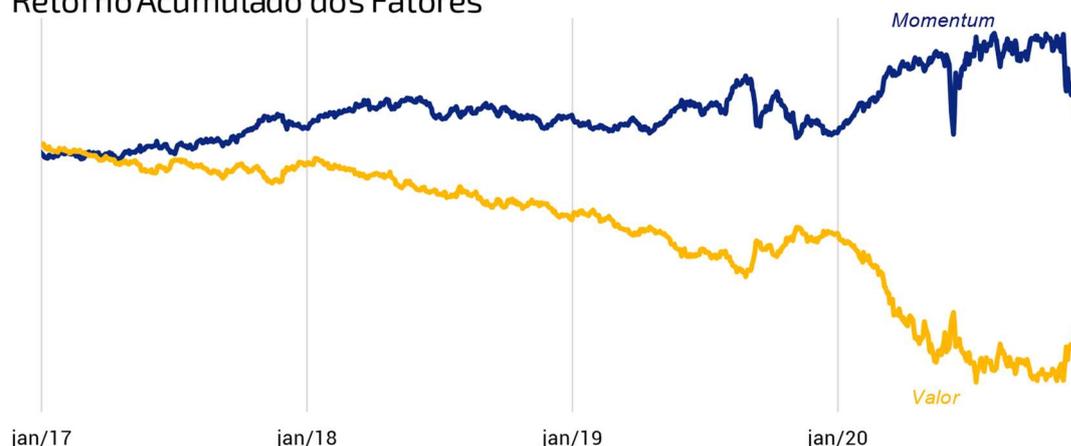
Um dos temas mais comentados este mês nos mercados foi o *Rotation* de fatores entre Momentum e Valor e resolvemos dar uma atenção especial ao tema

Para deixarmos todos na mesma página, devemos explicar o que são cada um dos fatores. O fator de Momentum clássico, da academia, é o retorno dos últimos 12 meses (excluindo o retorno do último mês), em uma carteira *Long* e *Short*, como é normalmente aplicado, comprando as ações que mais subiram e vendendo as ações que mais caíram. O fator de Valor consiste em avaliar as ações por métricas de *Valuation* como por exemplo Preço/Lucro e comprar ações baratas e vender ações caras, também compondo uma carteira *Long* e *Short*. Esses fatores são conhecidos por serem negativamente correlacionados e normalmente implementados em conjunto.

Nos últimos anos o mercado assistiu a uma super performance dos fatores ligados a Momentum e à degradação dos resultados dos fatores de Valor, com as empresas baratas ficando ainda mais baratas e as empresas caras ainda mais caras. O fenômeno foi acentuado no mercado americano, em que as empresas compradas nos sinais de Momentum se

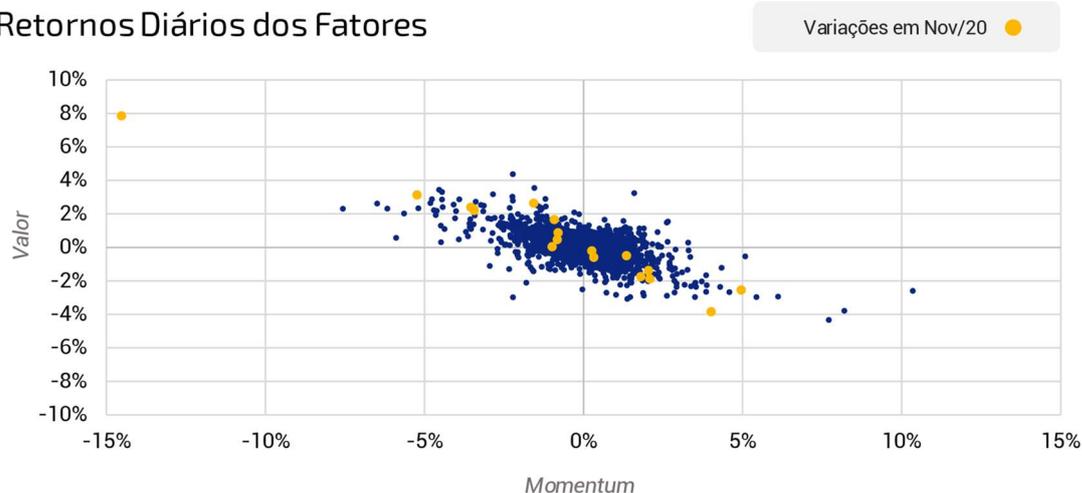
misturaram às empresas mais tecnológicas e de crescimento acelerado em todos os setores. As empresas vendidas de Momentum foram as empresas mais cíclicas e industriais, relacionadas aos setores da economia real, que performaram ainda pior depois do início da pandemia e dos *lockdowns*.

Retorno Acumulado dos Fatores



No início deste mês uma série de notícias positivas relacionadas à eficácia das vacinas desencadeou uma correção nesse cenário. A valorização de Valor e a desvalorização de Momentum foram os maiores movimentos diários da história em cada um dos fatores.

Retornos Diários dos Fatores



Aqui no Brasil, também sentimos o movimento de correção. O resultado para a maioria dos investidores *Long* e *Short* no país foi negativo por dois motivos. O primeiro, é que o fator Momentum perdeu mais do que o fator Valor ganhou, e mesmo um portfólio com riscos iguais entre os dois fatores perdeu dinheiro nos dias de correção dos fatores. O segundo, a maioria dos gestores *Long* e *Short* estavam mais expostos ao fator Momentum do que ao fator Valor dado o retorno dos últimos anos.

Na Pandhora, acreditamos em um portfólio de ações *Long* e *Short* balanceado entre os fatores, incluindo outros sinais. Além de Valor e Momentum, o que nos fez sofrer menos que o mercado nessa estratégia. Por último, o fundo Essencial tem se tornado cada vez menos dependente de uma única estratégia ou de uma classe de ativos.