

## Carta Mensal

Os fundos Pandhora tiveram ganhos no mês de abril. O Pandhora Essencial, teve ganhos de +3.57% e o Pandhora Long Bias, teve ganho de +3.94%. No ano, o Pandhora Essencial acumula alta de +0.31% e o Pandhora Long Bias acumula perda de -4.75%. Abaixo um resumo por família de estratégia, a saber: Tendência (ARP Behavior), L&S (ARP Relativo), Beta (Prêmio de Risco Tradicional) e Hedges. A correlação do Pandhora Essencial com o índice de Hedge Funds Anbima (IHFA) – até a última divulgação, 28/04 – foi de -0.03; do Pandhora Long Bias, de 0.75.

### Tendência

As estratégias de **Tendência** tiveram ganhos, com exceção de juros, em todas as classes de ativos: ações, moedas, commodities e volatilidade

Localmente, vínhamos tomados nos juros prefixados nos vértices médios desde janeiro deste ano e nos beneficiamos do movimento direcional impulsionado pelo crescente risco inflacionário, do imbróglio fiscal e dos ruídos políticos: desde então o vértice de 3 anos subiu 140bps, incorporando assim estes fatores de instabilidade do risco país. Em abril, houve um pequeno respiro entre as Executivo e Legislativo que suavizou as tensões nos mercados de juros – Jan-24 cedeu 16bps e Jan-30 cedeu 24bps – embora a instalação da CPI da Pandemia, que começou a funcionar na semana passada, deve travar pautas no Congresso. Dessa maneira, em abril, houve pequenas perdas no book de tendência de juros local e o nível de convicção tomado deu lugar a um *call* levemente dado. Globalmente, também viemos de um call altamente tomado em rates globais (Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemanha, Japão e Austrália). A falta de evidência inflacionária nas principais moedas reservas de valor deu o tom otimista a este mercado no mês; por ora nenhum banco central ousa querer “parar a música” dos mercados, é possível que os ativos de risco continuem performando bem até que o efeito do excesso de liquidez se faça mais presente *no hard data*. Seguimos levemente tomados nas rates globais.

Em uníssono à postura *dovish* dos BCs, Ações e Moedas tiveram um mês bem positivo – S&P500 +5.2% e MSCI EM +3%. Apesar de estarmos mais defensivos no começo do mês, capturamos parte deste movimento em ambas as classes de ativo. Bancos Centrais à parte, o rápido avanço no ritmo das vacinações no mundo e uma sinalização do presidente Biden de uma taxa efetiva de tributação menor que a esperada pelo mercado impulsionaram o tom risk-On dos mercados. Seguimos comprados tanto local quanto globalmente (Emergentes principalmente); em Moedas, com posições reduzidas em real, rublo, peso mexicano, lira turca, rúpia indiana e rand sul-africano.

O *book* de Tendência em Commodities teve um resultado excepcional no mês. Esta classe de ativo acaba sendo o contraponto de hedge em um cenário de recuperação, seja ele inflacionista ou não. O índice de Commodities Bloomberg subiu +8.3% em abril e acumula alta

de 15.8% no ano. As principais contribuições para a carteira vieram das commodities agrícolas (soja, milho, trigo, arroz, canola, borracha, madeira serrada, algodão, café, cacau, açúcar etc) e das de metais (cobre e minério de ferro principalmente). Seguimos comprados na maior parte das commodities à exceção de *livestock*.

## Long & Short

As estratégias de **Long & Short** tiveram um mês muito positivo, com todas as estratégias contribuindo com bons retornos. Os fatores com maior destaque no mês foram Momentum e Liquidez.

Ao longo do tempo, os fatores de risco aos quais procuramos ter exposição, quando analisados de forma isolada, apresentam meses com retornos positivos e negativos. Esses fatores que utilizamos possuem uma característica muito desejada para a construção de portfólios robustos, que é a correlação baixa entre si, o que resulta em um portfólio com um melhor risco ajustado ao retorno.

Logo no primeiro mês deste ano, nós pudemos observar o comportamento contrário do que tivemos em abril, onde todos os fatores apresentaram retorno negativos. Pela característica da correlação baixa entre si, esperamos que os meses em que todos os fatores apresentam retornos positivos ou negativos entre si, não sejam concomitantes.

A avaliação que fazemos tanto neste mês, como em jan-21, é que um portfólio diversificado entre diferentes fatores de risco é a melhor forma de entregar exposição de risco aos nossos cotistas.

## Beta

As estratégias de **Beta** tiveram retorno positivo pelos motivos acima citados e excepcionalmente, em todas as classes de ativo: ações (DM e EM), commodities, rates e as inflation-linked bonds. É um mês em que ambos os books cíclico (ações e commodities) e anti-cíclico (rates e TIPS) tiveram performance positiva.

As empresas nos EUA têm apresentado resultados acima do esperado. Quando olhamos para o Brasil, muitas empresas têm surpreendido o mercado, em um trimestre que costuma ser sazonalmente fraco. Neste ano, o índice Ibovespa apresenta retorno de -0,1% e o índice Small Caps apresenta retorno de 3,5%. Apesar dos índices de mercado apresentarem retorno baixo, nosso portfólio de ações tem apresentado resultado superior ao mercado.

Esta temporada de resultado, em especial, tem sido muito benéfica para carteira de Valor, com várias empresas de nosso portfólio surpreendendo o mercado. Para a carteira de Momentum, as empresas que apresentaram retorno positivos nos meses anteriores, continuaram apresentando resultado positivo em abril, tanto pela razão de surpresa de resultado, quanto pelo mercado continuar premiando ações de crescimento. As ações de destaque no mês foram BPAN4, PTBL3 e UNIP6.

## Hedge

As estratégias de **Hedge** seguiram em latência, como assim é esperado na maior parte do tempo. Seguimos comprados em risco de cauda via estrutura de *puts* com delta próximo a zero e *vega* levemente vendido (perfil de “*stand-by*”, com exposições, grosso modo, zeradas em volatilidade e no ativo-objeto).

## Comentário de Mercado

A primeira *earnings season* do ano já está bem avançada no mercado americano de ações. Segundo a Bloomberg, até o momento da elaboração desta carta, as empresas apresentaram um crescimento 60% nos lucros e 11% nas vendas, o que representa uma surpresa versus o consenso dos analistas que divulga suas estimativas de 27% para o lucro e 4% para as vendas. Evidentemente, os pacotes de estímulo que foram sendo implementados ao longo de 2020 contribuíram para que empresas que deveriam realizar reformulações, seja por pressão na margem nas companhias mais endividadas ou pelo menor *top line* por conta das restrições exigidas pela pandemia, pudessem passar pela falta de clientes de uma maneira menos volátil. Adicionalmente, as gigantescas empresas de tecnologia cujo principal produto são serviços que não dependem de mobilidade tiraram o maior proveito são as protagonistas no movimento que trouxe o índice S&P500 para as novas máximas históricas recentemente.

É evidente que, por maior que tenha sido o hiato gerado pela pandemia, os estímulos trilionários implementados ao longo dos últimos 12 meses, bem como os pacotes de estímulo da atividade econômica elaborados pelo novo presidente democrata dos Estados Unidos (somado às graduais reavaliações de alíquota tributária mais baixa) fizeram com que as atenções dos analistas para os dados fundamentalistas das empresas fossem divididas com as sucessivas revisões das expectativas de inflação na economia americana para o longo prazo. O *5y breakeven*, indicador mais comum para se medir a inflação americana de longo prazo se manteve ao redor de 2.15% ao longo do último semestre de 2020, e já se encontra 40bps acima do target do Fed, fechando em 2.42% no final de abril de 2021.

Apesar disso, o FOMC não deu sinais, em 2021, de que se preocupa com o patamar atual das expectativas. Mais que isso, já não são recentes as discussões acerca da mudança de framework da política monetária americana, cuja consequência seria a tolerância maior a desvios da meta para cima de maneira a compensar os anos de desvios para baixo desde a última grande crise do crédito em 2008.

Este afrouxamento monetário, somado à política fiscal expansionista vindo do lado político, proporcionaram a manutenção dos mercados de ações nas suas máximas históricas, o boom de criptomoedas, obras de arte digitalizadas, e SPACs. Há quem diga que, ao contrário da bolha das empresas de tecnologia do início dos anos 2000, desta vez é diferente.

Não nos cabe criar juízo de valor sobre a existência ou não de uma bolha nos mercados de ativos de risco (até porque, por construção, bolhas só são identificadas ex-post). Entretanto, decidimos as estratégias a serem incluídas nos nossos portfólios de modo a não nos expormos completamente a um cenário ou a outro.

No mercado local, os agentes não haviam nem se recuperado completamente do imbróglio orçamentário do primeiro trimestre e já precisam especular qual será o desfecho da CPI da Pandemia no Senado Federal. O início dos trabalhos já mostra que será um período conturbado, com medidas protelatórias adotadas pelo governo (como a tentativa de afastamento do relator da CPI, Renan Calheiros, judicialmente), guerras de requerimentos entre ambos os poderes (legislativo e executivo), e o judiciário por vezes alterando o passado recente.

Ao que tudo indica, experimentaremos um segundo trimestre mais volátil que o primeiro, com o agravante de que o Brasil apresenta “carry negativo” no campo fiscal, onde cada mês que passamos sem evoluções relevantes no campo fiscal e tributário (na câmara, o “Centrão” segue tentando passar o ar de reformismo, resta saber se o governo vai atender as demandas do bloco para que a Reforma Tributária tramite sem turbulência no plenário da Câmara) comprometem o futuro das contas públicas.

Essencial	Atribuição por estratégia	Mês	Atribuição por ativo	Mês
	Tendência	0,94%	Ações	2,84%
	L&S	2,55%	Moedas	-0,20%
	Beta	0,43%	Juros	-0,05%
	Hedge	-0,37%	Commodity	0,72%
	Caixa	0,21%	Volatilidade	0,26%
	Custos	-0,20%	Caixa	0,21%
	<b>Total</b>	<b>3,57%</b>	<b>Total</b>	<b>3,57%</b>

Long Bias	Atribuição por estratégia	Mês	Atribuição por ativo	Mês
	Tendência	0,52%	Ações	3,97%
	L&S	0,00%	Moedas	-1,26%
	Beta	4,26%	Juros	0,00%
	Hedge	-0,87%	Commodity	0,66%
	Caixa	0,20%	Volatilidade	0,53%
	Custos	-0,18%	Caixa	0,21%
	<b>Total</b>	<b>3,94%</b>	<b>Total</b>	<b>3,94%</b>