

Carta Mensal – Fevereiro 2021

Os fundos Pandhora tiveram perdas em geral no mês de fevereiro. O Pandhora Essencial, teve perda de -0.96% e o Pandhora Long Bias, teve perda de -7.29%. No ano, o Pandhora Essencial acumula perda de -3.78% e o Pandhora Long Bias acumula perdas de -11.19%. Abaixo um resumo por prêmio de risco no mês de fevereiro, lembrando que todos os nossos fundos são multiestratégia, compostos por combinações desses quatro tipos de prêmio de risco.

Estratégias de Tendência:

As estratégias de **Tendência** tiveram ganhos em juros local e perdas em ações e moedas. Localmente, seguimos tomados nos juros prefixados de 3-5 anos desde o meio de janeiro deste ano, o que proporcionou bons ganhos direcionais: os vértices de 3 e 5 anos desde então subiram 90bps e 80bps, respectivamente, por conta do risco inflacionário mais evidente, como também impulsionado pelo movimento do juro nominal nas economias desenvolvidas – EUA, Europa e Japão, tema que comentaremos em detalhes mais à frente.

Por outro lado, as estratégias de Tendência tiveram perdas em ações e moedas por conta justamente do fenômeno oposto ao ocorrido em juros: a falta de direcionalidade nesses dois mercados até o momento; particularmente, as estratégias de Tendência que seguiam compradas em ações e moedas emergentes desde Out-20, capturando o forte movimento que ocorreu até final do ano passado, teve perdas em Jan-21 com a correção desses dois mercados marcadas nas últimas semanas de janeiro. Por conta disso, as estratégias de Tendência tornaram-se mais defensivas (vendidas) no começo de fevereiro, sendo surpreendidas pelo movimento subsequente de recuperação das bolsas e apreciação das moedas emergentes, levando Tendência a encerrar as posições vendidas e posicionar-se mais comprada, e novamente, surpreendida pelo movimento de correção tanto de ações como moedas no final deste mês.

Cenários bem direcionais de tendência são benéficos a essas estratégias, seja em mercados otimistas (risk-on/euforia) ou em mercados pessimistas (risk-off/pânico). Entretanto, em momentos de pouca direcionalidade (mercado lateralizado), Tendência terá dois cenários: comprará e o mercado corrigirá ou venderá e o mercado subirá; com contrapartida positiva, nesses cenários, as posições serão menores uma vez que a convicção dos modelos – seja para um lado ou para o outro – estará necessariamente baixa.

Esse começo de ano se assemelhou muito ao começo de 2018, ano em que esse fenômeno de lateralização (mercado de lado) perdurou por mais tempo na história ao avaliar os últimos 30 anos. As estratégias de tendência permanecem compradas em ações e moedas local e globais – no entanto, com baixa convicção (10-20% do potencial) – e tomadas nos juros locais – com convicção máxima (100%).

Cabe duas atualizações que afetam diretamente tanto os fundos da família Essencial quanto os da família Long Bias: nesta última sexta-feira, revisitamos e fizemos implementações nas estratégias de Tendência de Commodities, de Rates e de Volatilidade. Essas estratégias representam cerca de 25% do risco da estratégia global na composição atual. A estratégia Trend Commodities conta com aproximadamente 50 ativos entre agro, soft, metais, *livestock* e energia e critomoedas – classe composta por um único ativo, especificamente o Bitcoin, negociado na CME (*Chicago Mercantile Exchange*); única criptomoeda com o derivativo futuro com liquidez em bolsa de valores tradicional.

A estratégia de tendência para essas classes de ativo (commodities, rates e volatilidade) é estudada desde o ano passado e vem se tornando cada vez mais relevante na estratégia offshore – uma curiosidade: **ativos de commodity são menos correlatos à dinâmica de índices de ações e moedas, contribuindo muito para descorrelação do portfólio, principalmente em**

momentos de baixa direcionalidade em ações e moedas como o que ocorre desde o começo deste ano – este ano, a maior parte das commodities seguem um movimento extremamente direcional. A estratégia de Tendência em Rates tem como escopo as principais rates desenvolvidas do mundo (Estados Unidos, Europa, Japão e Austrália), servindo inclusive como um contraponto à posição passiva de beta das rates na estratégia de paridade de risco – é uma estratégia muito bem-vinda ao momento atual de maior risco inflacionário no mundo. A estratégia de Tendência em Rates, semelhantemente à estratégia local, também segue tomada (posição direcional à subida de juros internacional). E por último, a estratégia de volatilidade, que tem como ativo os principais índices de volatilidade no mundo.

Estratégias de Long & Short:

As estratégias de **L&S** (*Long and Short*) de ações brasileiras tiveram ganhos expressivos no mês, com destaque para as estratégias de Momentum e destaque negativo para as estratégias de Valor. Os destaques das estratégias de Momentum vieram tanto das carteiras compradas, que tiveram retornos positivos no mês, e das carteiras vendidas, que tiveram retornos negativos no mês. As carteiras de Valor tiveram contribuição de desconexão para o portfólio, principalmente na última semana do mês, a partir do anúncio da troca do CEO da Petrobrás, onde performaram muito bem de forma positiva para a carteira.

Estratégias de Beta:

As estratégias de **Beta**, dada a correção na maior parte dos mercados, tiveram, portanto, contribuição negativa. No book de cíclico, tivemos ganhos em índices de ações de países desenvolvidos, Ásia e perdas em América Latina, principalmente Brasil; no book anti-cíclico tivemos fortes perdas em *rates* de países desenvolvidos (equivalente ao que chamamos de juros prefixados), com o risco inflacionário no mundo mais evidente, as taxas de juros curtas, médias e longas foram fortemente pressionadas, precipitando uma política monetária contracionista no médio prazo pelos principais bancos centrais no mundo (Estados Unidos, Europa e Japão).

Também no book-anticíclico, em menor escala, houve perdas nas *inflation-linked bonds* desenvolvidos (títulos indexados à inflação), em magnitude menor dado o hedge da inflação implícita da própria natureza desse tipo de ativo. Cabe um comentário que as estratégias de Paridade de Risco (Risk Parity) tem como pressuposto a complementariedade entre ações e *bonds* no longo prazo, de maneira que períodos bons para ações eventualmente serão ruins para *bonds*, enquanto que períodos ruins para ações serão bons para *bonds* (em um resumo grosseiro), de maneira a haver um portfólio cujo valor esperado sempre é positivo dado os prêmios de risco de ações e *bonds*, ambos com comportamento de correlação negativa na maior parte do tempo.

As estratégias de Paridade de Risco sofrem bastante em cenários como atual dado que a dinâmica cíclico e anticíclico se interrompe o par i) aumento de juro que se reflete nas rates (variação negativa do PU desses títulos) e ii) o maior custo de capital futuro das empresas e o impacto que isso repercute às ações no presente (desvalorização das ações); nesse cenário, o único beneficiado são as *commodities* – embora não todas (ouro por exemplo teve queda de 6.15% este mês). O RPAR ETF, espécie de referência de fundos de paridade de risco, teve um dos piores dias desde a crise do Covid em Mar-20 (no ano, a ETF cai -2.4%). Apesar disso, está distante de ser *drawdown* significativo para estratégia de paridade de risco historicamente (ainda no caso da ETF, -30% desde 2000).

Movimento semelhante a este ocorreu em Dez-18, quando FED sinalizou uma aparente demanda por aumento dos juros que logo cessou nos meses seguintes, voltando os mercados

ao regime normal de funcionamento. Independentemente, momentos assim, as posições compradas nessas *bonds* são reduzidas proporcionalmente ao aumento da volatilidade desses ativos, de maneira que houve já uma redução entre 25-40% em cada um desses ativos – controle de risco inversamente proporcional à volatilidade.

Ainda sobre estratégias de Beta, com impacto mais direto sobre o Pandhora Long Bias, nosso portfólio local de ações (*stock picking* sistemático) teve perdas de -3.6% contra -4.4% do índice Ibovespa, beneficiado pelos mesmos fatores já citados nas estratégias de L&S, Momentum e Liquidez. Os destaques dos modelos de Momentum vieram das empresas de commodities e de empresas que divulgaram resultado ao longo do mês e que surpreenderam o mercado, reforçando o Momentum positivo. Na carteira de Valor entramos o mês de março comprados em *properties*, bancos e *utilities*. Já nos modelos de Momentum, continuamos comprados em empresas de commodities, saúde e consumo discricionário. No portfólio consolidado, as maiores cinco maiores ações são OMGE3, SLCE3, SANB11, SMT03 e BBAS3.

Estratégias de Hedge:

As estratégias de **Hedge** cumpriram seu papel neste mês: tanto a estratégia comprada em risco de cauda via estrutura de opções de venda como a posição passiva em moedas consideradas reserva de valor como o dólar, tiveram performance positiva, atenuando juntamente com L&S, as perdas das estratégias de Tendência e Beta em fevereiro. Sobre o *book* de proteções contra risco de cauda usando volatilidade, desde o começo do mês de novembro, nossas estruturas mantiveram um perfil de "*stand-by*", com exposições, grosso modo, zeradas em volatilidade e no ativo-objeto. Com a correção na segunda metade do mês de fevereiro, estas mesmas estruturas, de maneira passiva, assumiram uma posição comprada em volatilidade e com exposição no ativo-objeto já ligeiramente negativa.

Essencial	Atribuição por estratégia	Mês	Atribuição por ativo	Mês
	Tendência	-1,81%	Ações	-0,40%
	L&S	1,48%	Moedas	-0,55%
	Beta	-0,99%	Juros	0,00%
	Hedge	0,32%	Commodities	-0,06%
	Caixa	0,13%	Caixa	0,13%
	Custos	-0,09%	Custos	-0,09%
	Total	-0,96%	Total	-0,96%

Long Bias	Atribuição por estratégia	Mês	Atribuição por ativo	Mês
	Tendência	-4,94%	Ações	-6,86%
	L&S	0,00%	Moedas	0,15%
	Beta	-3,06%	Juros	-0,66%
	Hedge	0,57%	Commodities	-0,06%
	Caixa	0,13%	Caixa	0,13%
	Custos	0,01%	Custos	0,01%
	Total	-7,29%	Total	-7,29%