

Carta Mensal

Os fundos Pandhora tiveram ganhos no mês de março. O Pandhora Essencial, teve ganhos de +0.66% e o Pandhora Long Bias, teve ganho de +3.19%. No ano, o Pandhora Essencial acumula perda de -3.14% e o Pandhora Long Bias acumula perda de -8.36%. Abaixo um resumo por família de estratégia, a saber: Tendência (ARP Behavior), L&S (ARP Relativo), Beta (Prêmio de Risco Tradicional) e Hedges.

Tendência

As estratégias de **Tendência** tiveram ganhos em juros local e perdas em ações e moedas, tal qual no mês de fevereiro. Localmente, seguimos tomados nos juros prefixados de 3-5 anos desde o meio de jan-21, o que proporcionou bons ganhos direcionais: os vértices de 3 e 5 anos desde então subiram 175bps e 168bps – somente março, 85bps e 88bps, respectivamente. O movimento extremamente direcional é impulsionado pela percepção inflacionária crescente somada à deterioração fiscal recentemente impulsionada pelo envio do Orçamento Federal para 2021 com cortes questionáveis de despesas obrigatórias. Apesar disso, o COPOM surpreendeu com aumento de 75bps ante a expectativa de 50bps – espera-se crescentes aumentos até o final de 2021 (4.5-5.0%). A fragilidade fiscal, a explosão de casos de covid-19, junto ao ritmo ainda gradual das vacinações, com crescentes *lockdowns*, e um executivo contraproducente, na margem, aumentam as percepções de risco média e longa. Mantemos tomados nos vértices médios, com alta convicção.

Ainda dentro da estratégia de Tendência, os books de Ações e Moedas tiveram perdas dada a lateralização desses mercados desde o começo do ano, principalmente em Moedas. Contribui também para o movimento de baixa direcionalidade de ambas as classes de ativos o contexto de risco inflacionário no mundo, o que forçaria os bancos centrais a um movimento de normalização monetária, cujos impactos reverberam não só no mercado de dívida, mas também em ações e moedas, principalmente; ao mesmo tempo, ante um cenário ainda não inflacionário, governos continuam com pacotes fiscais expansionistas.

Os books de Tendência em Commodities, Rates e Volatilidade tiveram ganhos em Volatilidade e perdas em Commodities e Rates. Seguimos comprados na maioria das classes de Commodities: Energia, Metais, Agro, *Livestock*, Cripto moeda; soft estamos vendidos. Dado o pullback (correção leve) de commodities, este posicionamento acarretou perdas devido o movimento pouco direcional de desvalorização em quase todos os grupos de Commodities. Também continuamos tomados nas estratégias de Tendência em rates de países desenvolvidos, tal posição gerou perdas com o movimento também de reversão em março, após correção de fevereiro; apesar disso continuamos tomados nas rates de 10 anos em Estados Unidos, Alemanha, Reino Unido, Japão, Itália e Japão. No book de Volatilidade, seguimos vendidos com alta convicção, isto somado ao movimento direcional de queda nos ativos de Volatilidade proporcionaram retornos bem positivos para a estratégia.

Cabe duas atualizações que afetam diretamente tanto os fundos da família Essencial quanto os da família Long Bias: nesta última quarta-feira, virada de mês, finalizamos as alocações nas revisitadas estratégias de Tendência em Commodities, Rates e Volatilidade. Passam a representar em risco: 26%, 10%, 6%, respectivamente, do book offshore, totalizando aproximados 40% do risco da estratégia global.

Reiteramos aqui comentário da carta do mês passado: *"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 a diversificação 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."*

Long & Short

As estratégias de **L&S** (*Long and Short*) de ações brasileiras tiveram ganhos expressivos no mês, com destaque para as estratégias de Valor e Liquidez e destaque negativo para as estratégias de Momentum. As principais contribuições positivas foram: UNIP6 (+26.2%) e TAE11 (+28,01%) na carteira comprada e BTOW3 (-27,8%) e MGLU3 (-16,6%) na carteira vendida. Após meses das ações de consumo discricionário sofrendo com as incertezas causadas pelo coronavírus, essas ações apresentaram performance positiva o que adicionou volatilidade ao portfólio por termos posições vendidas em algumas dessas ações. Por conta dessa volatilidade, os modelos reduziram o risco em aproximadamente 10% do total da estratégia.

Desde o mês passado, temos observado um aumento das taxas longas de juros, tanto nos Estados Unidos como no Brasil e isto tem afetado as ações consideradas de crescimento. Por termos um portfólio comprado diversificado nos fatores de risco de Momentum, Valor e Liquidez, temos um portfólio que não depende apenas das ações de crescimento ou que das ações baratas. E, por isso, entra um subtópico importante sobre dinâmica de ações no contexto atual de juros: **"Como as taxas longas de juros afetam ações de crescimento?"**

- **Taxas longas:** O mercado costuma estimar (negociar) qual será o valor da taxa de juros nos anos à frente e isso afeta toda a dinâmica de negócios no mundo real. Se uma empresa quer contrair um empréstimo para pagar em 10 anos, o valor do juro cobrado será um pouco acima do valor que o mercado espera para a taxa de juros em 10 anos. Quando falamos em taxas longas estamos falando das taxas com mais de 10 anos.
- **Ações de crescimento:** São ações que apresentam crescimento muito acelerado de receita, normalmente as empresas crescem esse indicador em detrimento dos outros indicadores financeiros, por exemplo, a receita da empresa cresce em um ritmo de 100% a.a, mas apesar da receita aumentar, o prejuízo também aumenta.

Passamos os últimos anos em um mercado com queda das taxas de juros e com as taxas longas muito baixas, isso fazia com que as empresas de crescimento pudessem se financiar com esse dinheiro de custo baixo. Quando as taxas começam a aumentar, alguns investimentos dessas empresas começam a não fazer mais sentido, do ponto de vista de custo, limitando o seu crescimento. Outro ponto importante é que essas taxas mais altas implicam em um pagamento maior de juros no futuro. Um pagamento maior de juros e menos projetos viáveis implicam em uma empresa menor no futuro e essa dinâmica tem reflexo quase imediato no preço hoje. Temos visto no mercado várias empresas sofrendo de forma conjunta cujo a explicação é o movimento dos juros. Retorno de ações desde o ponto máximo: MGLU3 (-26,3%), BTOW3

(-34,5%), VVAR3 (-40,5%), LWSA3 (-34,7%), ENJU3 (-49,3%), MOSI3 (-52,5%), CASH3 (-28,3%), NGRD3 (-35,3%). Para todas essas ações no período da respectiva queda, o Ibov está positivo.

Beta:

As estratégias de **Beta** tiveram retorno positivo. No book de cíclico, tivemos ganhos em ações de países desenvolvidos, e perdas em emergentes, com líquido positivo; no book anti-cíclico tivemos ganhos em rates de países desenvolvidos (equivalente ao que chamamos de juros prefixados) e perdas nas inflation-linked bonds. A aprovação do pacote fiscal americano de 1.9 trilhão de dólares impulsionou consideravelmente o book cíclico de ações, principalmente em países desenvolvidos. Além disso, houve uma pequena recuperação nas rates dado o movimento considerável de correção em fev-21.

Ainda sobre estratégias de Beta, com impacto mais direto sobre o Pandhora Long Bias, nosso portfólio local de ações (*stock picking* sistemático) teve ganhos de +6.04% contra +6.0% do índice Ibovespa e 4.56% do índice de Small Caps B3. Já explicamos nessa carta o movimento dos juros e seu impacto sobre ações de crescimento, por termos um portfólio comprado diversificado nos fatores de risco de Momentum, Valor e Liquidez, não dependemos apenas das ações de crescimento ou que das ações baratas. Os destaques positivos do mês foram SLCE3, SANB11, UNIP6, CPLE6 e EQTL3. Os destaques negativos foram OMGE3, SMT03 e LWSA3. Desde o final de março de 2020, várias ações de valor têm apresentado performance consistente, chamando atenção de investidores no mundo todo. Por conta da boa performance dessas ações, o mercado no mundo inteiro tem esperado que o fator de Momentum apresente um portfólio parecido com o fator Valor. Atualmente, 42% das ações do nosso portfólio de Valor estão no portfólio de Momentum.

Hedge:

As estratégias de **Hedge** tivemos perdas marginais nas estruturas comprada em risco de cauda via estrutura de *puts*; em contrapartida, ganhos mais relevantes na posição passiva compradas em moedas reserva de valor como o dólar. 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.

Essencial	Atribuição por estratégia	Mês	Atribuição por ativo	Mês
	Tendência	-0,61%	Ações	0,52%
	L&S	0,57%	Moedas	-0,35%
	Beta	0,31%	Juros	0,24%
	Hedge	0,33%	Commodity	-0,13%
	Caixa	0,20%	Volatilidade	0,31%
	Custos	-0,14%	Caixa	0,20%
	Total	0,66%	Custos	-0,14%
		Total	0,66%	

Long Bias	Atribuição por estratégia	Mês
	Tendência	-2,28%
	L&S	0,00%
	Beta	4,26%
	Hedge	1,19%
	Caixa	0,20%
	Custos	-0,18%
	Total	3,19%

Atribuição por ativo	Mês
Ações	2,52%
Moedas	0,65%
Juros	-0,06%
Commodity	-0,12%
Volatilidade	0,18%
Caixa	0,20%
Custos	-0,18%
Total	3,19%