

Prezados investidores Pandhora,

O mês de janeiro trouxe um cenário estatisticamente provável, porém raro, de alinhamento entre os diferentes prêmios de risco que buscamos capturar em nossos fundos, causando perdas. Por isso, nessa carta explicamos como cada um desses prêmios de risco funcionam e o cenário que vivemos, buscando alinhar as características de retorno e perfil de risco esperado.

Pandhora Essencial

Por que Essencial?

Por um motivo muito simples:

- i) O Pandhora Essencial é o produto da casa aloca de maneira pulverizada em todas as estratégias sistemáticas Pandhora, sem concentração majoritária em nenhum prêmio de risco;
- ii) Tem, portanto, o mandato de independer de cenários macro econômicos ou conjunturas específicas para ter retorno no **médio prazo** (períodos superiores a 3-5 anos).

Como fazemos isso?

A partir de uma abordagem sistemática, multiestratégia e agnóstica ao futuro. Em termos simples:

- i) sistemática:** é o *core* do que fazemos, as estratégias possuem fundamento econômico aplicados sistematicamente através de programação e tecnologia;
- ii) multiestratégia:** essa é a principal característica dos nossos produtos, ou seja, têm alocação na maior diversidade possível de estratégias locais e globais, descorrelacionadas entre si;
- iii) agnóstica:** a alocação de risco independe de retorno passado. A máxima “retorno passado não é garantia de retorno futuro” é o que respalda nossa metodologia de alocação, de maneira que a métrica principal de alocação é justamente a descorrelação entre as estratégias e não somente os seus retornos passados.

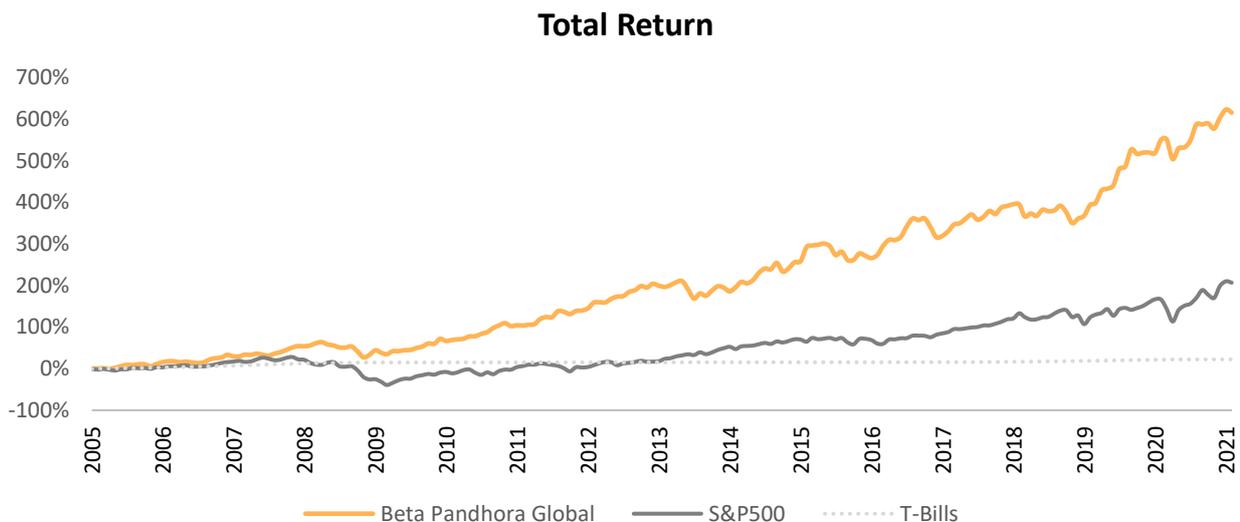
Quais são as fontes de retorno de todas as estratégias da Pandhora?

Basicamente dividimos em dois grandes vetores: **prêmio de risco tradicional e prêmio de risco alternativo** (ARP para facilitar). Particularmente, na Pandhora, subdividimos este último em dois: **relativo e comportamental**. Além desses três, consideramos um quarto, cujo objetivo não é necessariamente trazer excesso de retorno, mas ser um seguro contracíclico: Hedge.

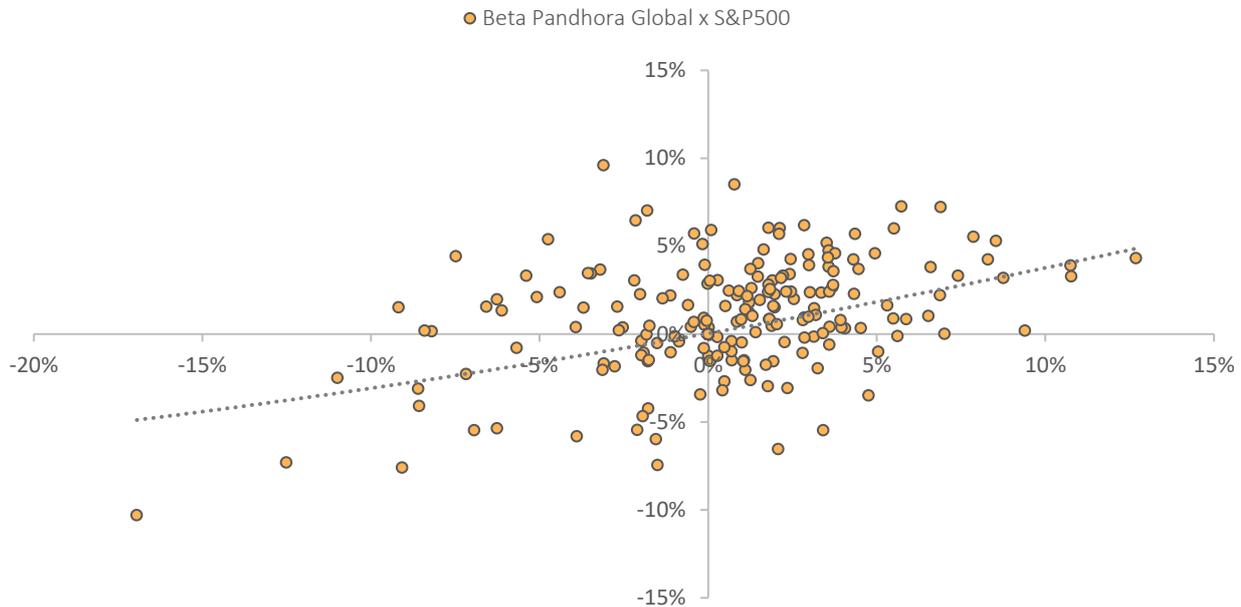
Em resumo:

1) Prêmio de Risco Tradicional: também conhecido como beta, é o retorno que se obtém no médio e longo prazo por se carregar o risco da classe de ativo. Essencialmente: prêmio de risco de ações, prêmio de risco de *duration*, prêmio de risco de inflação, prêmio de risco de crédito privado e tantos quantos ativos cujo carregamento no longo prazo, apesar do risco (volatilidade dos preços) tendem a ter retorno acima da taxa livre de risco (para Real, CDI; para Dólar, T-Bill). Esse prêmio é direcional ao mercado, de maneira que, na maior parte do tempo, terá retorno acima do *risk-free*. No entanto, é cíclico. Isto é, sujeito a variações negativas em momentos de crise, pânico, recessão e afins. Portanto, quando comparado a um benchmark cíclico como um índice de ações, terá um perfil de retorno “betado”, ou seja, inclinação positiva, quase como uma reta em relação ao benchmark.

No exemplo abaixo, plotamos nossa estratégia de Beta Global (Paridade de Risco Global) contra o S&P500 (todos em dólares):



Perfil de Retorno

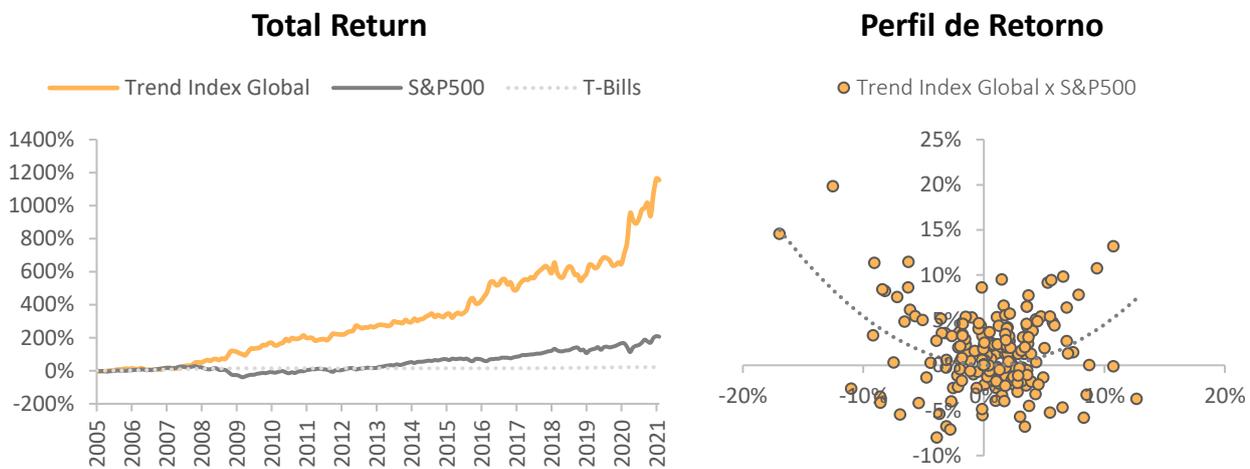


2) ARP Relativo: também conhecido como Valor Relativo, é o retorno que se obtém a partir das assimetrias das classes de ativos. De maneira clássica, o long and short (L&S). Assume-se uma posição comprada em uma *basket* de ativos e uma outra vendida, de maneira que não haja exposição direcional. Tradicionalmente a abordagem de *cross section* de fatores, que, de maneira simples, significa dividir um universo de ativos em percentis, comprando o percentil do fator em questão e vendendo o seu diametralmente oposto. Um exemplo simples seria o fator Valor: em um universo de ações, compram-se aquelas empresas com maior desconto de preço (P/L, EV/EBITDA, P/FCF etc) e vendem-se as empresas mais caras. Evidentemente isso é um exemplo e, na prática, há muito mais complexidade na composição das *baskets* e na neutralização de risco direcional. Mas, em resumo, a principal característica desse prêmio de risco é que independentemente da classe ativo (ações, moedas, commodities, rates, single names), não haja exposição direcional ao mercado – exposição ao risco de beta. Portanto, quando comparado a um benchmark cíclico, como um índice de ações, terá um perfil de retorno “esférico” – não haverá inclinação, será como uma círculo em torno dos eixos vertical e horizontal. Matematicamente, espera-se que a correlação entre esse tipo de estratégia e uma estratégia cíclica, na maior parte do tempo, tenda a zero.

3) ARP Comportamental: também conhecido como ARP por anomalia, cuja prêmio de risco se obtém a partir dos vieses cognitivos e comportamentais dos agentes de mercado, de maneira a explorar os movimentos de euforia ou pânico. Seu principal expoente são as estratégias de Tendência, cujo mandato é de fazer estritamente *market timing* dos preços, e navegar pelas tendências nos mais variados prazos de investimento. Será semelhante às estratégias de beta em alguns momentos, mas diametralmente oposto

em outros – daí também ser chamado de “anti-beta” por conta da sua característica “short” (vendida) na maior parte dos movimentos de correção de preços de ativos. Quando comparado a um benchmark cíclico, como um índice de ações, terá um perfil de retorno convexo, ou seja, tende a ganhar com a apreciação do ativo e também com sua depreciação; vale o destaque que haverá momentos em que o ativo subirá e esta estratégia perderá, como também momentos quem o ativo depreciará e esta estratégia também.

No exemplo abaixo, plotamos nossa estratégia de Tendência Global contra o índice S&P 500 (todos em dólares):



4) Hedge: não visa excesso de retorno, mas contribui como seguro em momentos de *Black Swan* ou de correções significativas. Carregamos alguns seguros: uns via estrutura de opções, outros via mercados futuros.

E, no final, como fica?

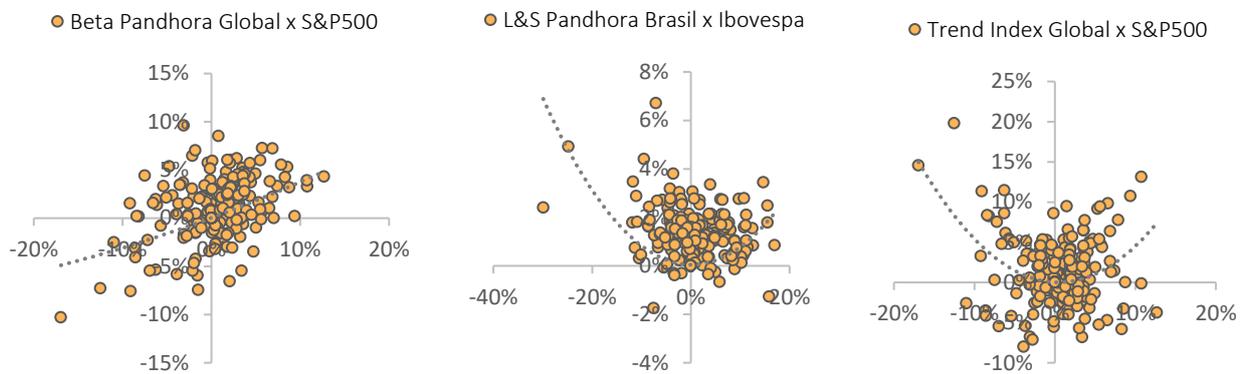
Dessa maneira, o Pandhora Essencial é uma fusão de todos esses prêmios de risco, de maneira a gerar um portfólio sistemático multiestratégia; a junção de estratégias distintas contribuirá para que momentos de *underperformance* de uma estratégia não ocorram necessariamente em conjunto com as demais, daí os principais atributos: consistência e preservação de capital.

Mas então significa que o fundo não perderá dinheiro nunca?

Evidentemente não. Uma vez que haja risco (volatilidade), é um fenômeno absolutamente normal que haja ganhos e perdas ao longo dos meses – por isso, reiterar o prazo de investimento como médio e longo prazos. Observe que, para todas as estratégias, há momentos em que o benchmark de beta (nos casos acima, S&P500 e

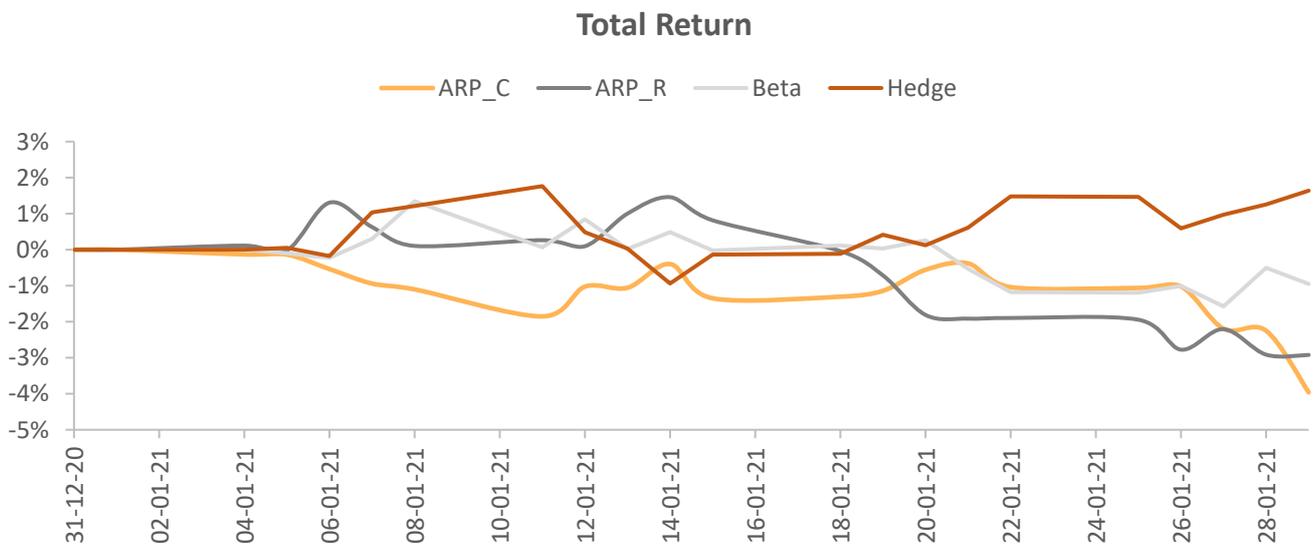
Ibovespa) cairão e as estratégias também. Claro que, com o benefício de descorrelação entre elas, na maior parte das vezes em que isso ocorrer, não necessariamente todas perderão ao mesmo tempo. No entanto, estatisticamente, isso ocorrerá em algum momento – menos vezes, mas ocorrerá. Para visualizar o fenômeno, é como se os três prêmios de risco (Beta, Relativo e Comportamento), em um determinado mês, tivessem retorno negativo com o retorno do benchmark de beta também negativo.

No gráfico abaixo, o terceiro quadrante: retornos negativos do benchmark de beta (**eixo horizontal**) e retornos positivos da estratégia (**eixo vertical**).



Esse é o caso de janeiro de 2021: Beta, ARP Relativo e ARP de Comportamento perderam dinheiro – por motivos diferentes evidentemente, mas perderam.

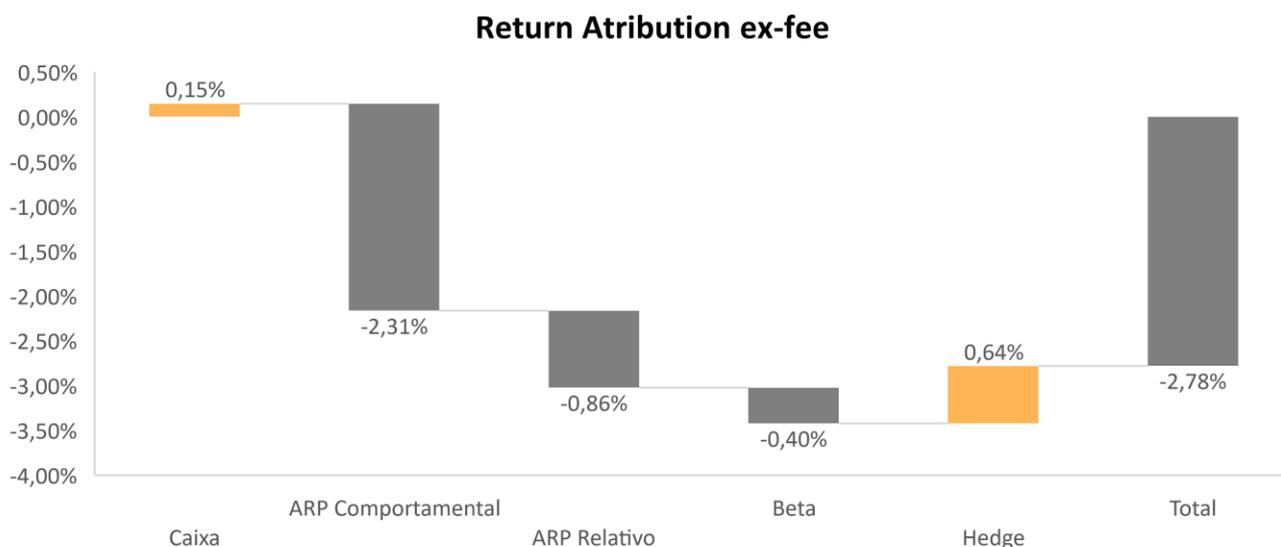
Abaixo sintetizamos os três prêmios de risco ajustados à mesma volatilidade (*equal volatility*) ao longo do mês:



Correl Jan-21	ARP Comportamento	ARP Relativo	Beta	Hedge
ARP Comportamento	1.00	-	-	-
ARP Relativo	-0.22	1.00	-	-
Beta	0.50	-0.43	1.00	-
Hedge	-0.62	-0.18	-0.33	1.00

Perceba que, de forma desconcorrelata, todas as estratégias de prêmio de risco tiveram retorno negativo no mês de janeiro. ARP de Comportamento e Beta tiveram a maior correlação (0.50) – ainda não considerada como forte.

A alocação corrente do Pandhora Essencial é 15% Beta, 25% ARP Relativo, 35% ARP Comportamental e 25% Hedge. Em termos de contribuição de retorno, que é a performance da estratégia ponderada pela sua alocação no Fundo:



ARP Comportamental: principal contribuição deste prêmio vem das estratégias de Tendência, que manteve-se risk-On desde meados de Outubro de 2020 – capturando o forte movimento de apreciação dos ativos nos dois meses subsequentes. Em Jan-21, embora tenhamos diminuído a convicção para ações e moedas EM ao longo do mês, por tratar-se de modelos de tendência de médio prazo, tivemos perdas em todos os books, principalmente juro local, onde o movimento foi mais volátil e rápido. O Fundo inicia Fevereiro com posicionamento de Tendência bastante defensivo.

ARP Relativo: o destaque positivo veio das estratégias de Momentum, seguindo a tendência positiva de dezembro para esses modelos. O modelo de Liquidez apresentou resultado neutro nesse mês, ficando com os modelos de Valor o destaque negativo de performance da categoria. As estratégias de Valor mais afetadas foram as que realizam o short no índice Ibovespa, sendo as ações do setor utilidade pública as que mais contribuíram para o resultado negativo.

Beta: por tratar-se de estratégia passiva, seu resultado é consequência da performance das classes de ativo com um todo. Dessa maneira, houver perdas nos carregamentos dos books de ações DM e EM, perdas em rates DM e local, ouro e moedas fortes. É o tipo de estratégia que não se pretende fazer market timing, portanto, com ganhos cíclicos e mais correlatos ao mercado.

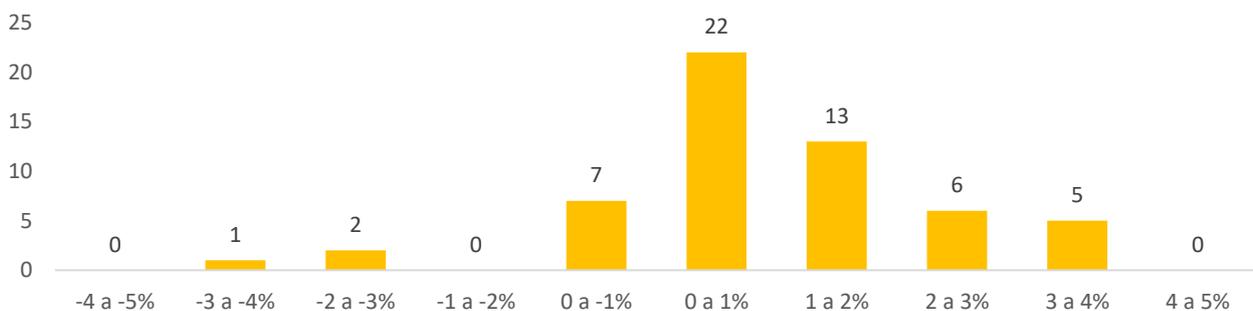
Hedge: as estruturas de Long Tail permaneceram flat ao longo do mês – só tendem a aparecer em correções significativas – e a maior parte do hedge veio por conta da posições passiva em dólar.

Conclusão

O Pandhora Essencial é um fundo multiestratégia entre Beta, ARP Relativo, ARP Comportamental e Hedge; é uma abordagem que gera consistência de retorno e preservação de capital. Embora raro, haverá momentos em que, apesar da descorrelação entre tais prêmios de risco, ocorrerão retornos negativos simultâneos entre eles – trata-se de um fenômeno observável historicamente. Estatisticamente representa um movimento de 1.2 desvio-padrão, dentro, portanto, da distribuição normal de retornos.

Apesar desses momentos específicos, a composição do produto é feita para que sejam complementares e no médio e longo prazo, gerem retornos positivos para nossos cotistas, como podemos ver abaixo na distribuição de retorno do fundo.

**Distribuição de Retornos Mensais
Pandhora Essencial**



Além disso, momentos como esse sempre nos trazem a oportunidade de pensar em novas possibilidades de pesquisa dentro da gestão, portanto seguimos pesquisando outros prêmios de risco e novas possibilidades dentro dos prêmios de risco que operamos. Como de costume, todos os nossos clientes e parceiros serão atualizados de mudanças através de novas cartas e estaremos à disposição para aprofundamentos.

Agradecemos a confiança.

Isaías Lopes – CIO