



Carta do Gestor

Junho



DAEMON
investments

Em maio completamos 13 anos de história. Neste período, crescemos nossa operação no Brasil, consolidamos nossa operação no exterior e lançamos novos produtos, sempre fiéis ao princípio de nos dedicarmos às coisas nas quais temos vantagens competitivas, construindo no processo um time incrivelmente competente. Nossa família de produtos sistemáticos se consolida a cada dia com resultados robustos para nossos investidores. Esta parece uma ótima oportunidade para uma discussão sobre o momento (único) pelo qual passamos.

Nossa memória de curto prazo tende a dominar nossas percepções e enviesar nossas análises, fazendo com que sempre tenhamos a impressão de que uma conjuntura como a atual nunca tenha existido. Embora essa percepção seja certamente um engano e que, como humanidade, provavelmente nunca tenhamos visto níveis de desenvolvimento e bem-estar como o atual, claramente passamos por um momento especial, no qual muitas das expectativas construídas ao longo das últimas décadas talvez estejam sendo revertidas. A invasão de uma nação soberana por outra, em território europeu, deixa claro que muitas das condições com as quais nos acostumamos, ou simplesmente tomamos como premissa, como por exemplo a paz entre grandes potências, podem ter deixado de existir.

"Wars begin when you will, but they do not end when you please"

Niccoló Machiavelli

Enquanto os desenvolvimentos da guerra na Ucrânia são absolutamente imprevisíveis, seus efeitos econômicos têm sido sentidos globalmente desde que a Rússia posicionou seu exército na fronteira ucraniana. Os impactos nos preços das commodities, em especial energia e grãos, acontecem num ambiente em que as pressões inflacionárias causadas pelo impacto da pandemia nas cadeias de fornecimento global ainda são bastante presentes. Como resultado, o *Consumer Price Index* (CPI) americano acumulado entre abril de 2021 e abril de 2022 foi de 8,6%, o maior índice desde 1981. Voltando ao argumento acima, entre as expectativas construídas e agora desfeitas, provavelmente podemos incluir a vida em um ambiente de baixa inflação. Como consequência, os representantes do Federal Reserve têm aumentado o tom a cada semana, aumentando a taxa básica de juros em 75 pontos-base (algo que não acontecia desde 1994) e trazendo assim o rendimento do título do governo americano de 10 anos para o maior valor em uma década. Os efeitos deste aumento nos mercados de renda variável e renda fixa americanos podem ser vistos nas figuras 1 e 2, respectivamente. A correlação negativa historicamente observada entre renda fixa e renda variável, amplamente usada como proteção pelo mercado, claramente deixou de existir em 2022, quando a correlação entre as duas classes se torna positiva, como visto na Figura 3.

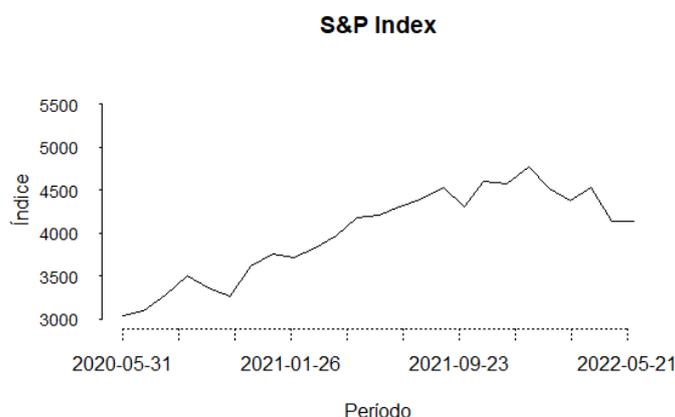


Figura 1. Variação do índice S&P 500 nos últimos 24 meses. Podemos observar que a queda entre janeiro e junho de 2022 está próxima a 22%. Fonte: Bloomberg.



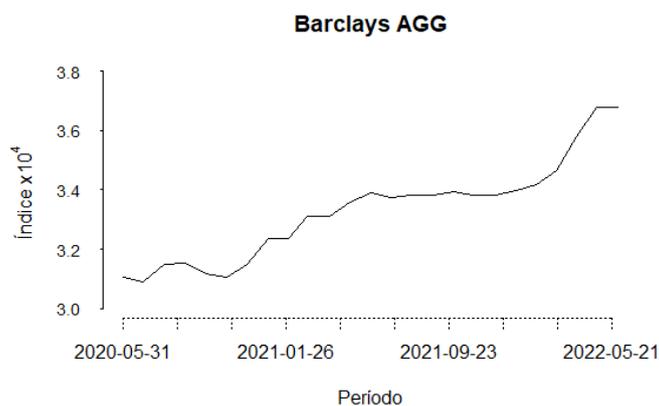


Figura 2. Variação do Barclays U.S. Aggregate Bond Index nos últimos 24 meses. Fonte: Bloomberg.

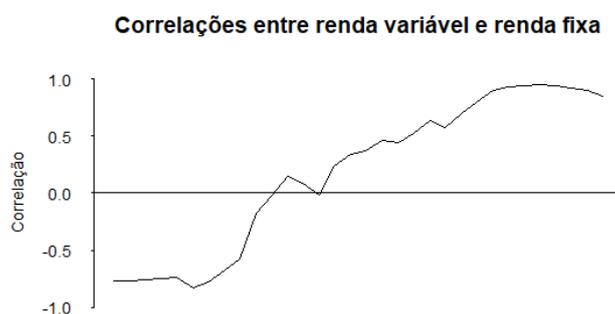


Figura 3. Correlação rolada de 12 meses entre os índices S&P500 e Barclays AGG. Podemos facilmente notar que a correlação, historicamente negativa, tornou-se positiva no passado recente.

Prefiro deixar para os colegas com poderes mediúnicos as previsões sobre a extensão do aperto monetário nos EUA e o seu impacto no resto do mundo, o momento quando a inflação convergirá para a meta e a decisão sobre quando o mercado estará barato e será hora de ir às compras. Parece-me mais razoável reconhecer nossa pouca capacidade de prever o futuro e investir toda a nossa tecnologia em modelos matemáticos que extraiam o máximo de valor das condições atuais de mercado, tarefa na qual temos nos saído, de forma consistente, bastante bem.

"If you torture the data long enough, it will confess to anything"

Ronald H. Coase

Momentos de grande estresse nos mercados, como esse pelo qual estamos passando, são muito interessantes: embora muitas carteiras apresentem retornos negativos, quase todos os gestores em suas cartas afirmam estarem gerando *alpha*, já que estão caindo menos que o "mercado". Essa ideia vem da direta aplicação do *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, sem o correto entendimento de suas limitações. Por esse modelo, *alpha* é todo o retorno não explicado por *beta* (a simples covariância de um ativo com o mercado, normalizada pelos produtos das variâncias) e a premissa do modelo de um portfólio hipotético representado por todos os ativos disponíveis (o "mercado") é simplesmente aproximado por um índice (S&P500, Bovespa, etc. – normalmente escolhe-se o índice que produzir a foto mais bonita do gestor). Os familiarizados com o trabalho de Eugene Fama (e tantos outros que deram continuidade às suas ideias), porém, sabem que modelos multifatoriais podem ser usados com grande acurácia para decompor os resultados de carteira de investimentos, fazendo com que o suposto *alpha* simplesmente desapareça.



Suponha que x_1, x_2, \dots, x_k sejam k fatores de risco de interesse, um modelo multifatorial genérico pode ser escrito como:

$$r_t - r_{F,t} = \alpha + \sum_{k=1}^n \beta_k x_{k,t} + \varepsilon_t$$

Onde r_t é o retorno no instante t , $r_{F,t}$ é o retorno do ativo livre de risco no instante t , cada beta (β_k) representa um fator de risco de mercado, para n fatores. Um exemplo interessante de uma análise feita com base em um modelo multifatorial é o seguinte: um fundo com *beta* 0 em mercado, mas *beta* 1 em no fator de risco “valor” poderia mostrar um *alpha* de CAPM enorme, mas um *alpha* 0 quando analisado sob a ótica de um modelo multifatorial que inclua o fator de risco “valor”. Este exemplo, entre outros, pode ser encontrado no excelente ensaio produzido pela colega Hully Rolemberg sobre análise de estilo, disponível no nosso website (Análise de Estilo de Portifólio, Rolemberg, H). Como gestores, é natural que tentemos decompor através de modelos multifatoriais os resultados de outras carteiras de investimento e, infelizmente, é realmente difícil encontrar retorno não explicado por nossos modelos multifatoriais no mercado de gestão de recursos.

Demonstrada quão etérea é a natureza de *alpha*, voltemos à inflação, agora em território nacional. Em abril, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), atingiu a marca de 12,13% no acumulado de 12 meses, resultado mais elevado desde 2003. De um lado temos pressões inflacionárias internacionais, somadas às pressões de uma política fiscal expansionista motivada pelo ano eleitoral, de outro temos o Banco Central tentando ancorar as expectativas, aumentando a taxa Selic, que, hoje, encontra-se em 13,75% a.a.. Em meio a tudo isso, temos nossa versão do liberalismo latino-americano, no qual o ministro da Fazenda pede que os supermercados não aumentem os preços, e o presidente da nação apela aos empresários que sejam patriotas e reduzam suas margens de lucro. Não, prezado leitor, não estou citando o *Kirchnerismo* argentino, embora por lá esse tipo de apelo também seja visto com frequência, estou falando do liberalismo à brasileira (“liberal na economia, tradicional nos costumes”, seja lá o que isso signifique), onde buscar lucro é antipatriótico.

O Poder Legislativo, mantendo sua consistente atuação, também dá a sua contribuição através do projeto de lei complementar que limita a cobrança do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) sobre combustíveis a uma alíquota de 17%, impactando diretamente a arrecadação dos estados, enquanto, em paralelo, trabalha na PEC 16, que propõe zerar a alíquota do mesmo imposto até o final de 2022, sendo o valor não recolhido subsidiado pela União. Obviamente, reduções de impostos são bem-vindas, mas o imprevisto das medidas atuais, em conjunto com os ataques à Petrobras demonstram um tipo de imprevisto e descoordenação que já vimos no passado em abundância nos governos petistas. É impossível não notar as semelhanças entre o projeto de lei complementar, a PEC 16 e a Medida Provisória 579 editada no governo de Dilma Rousseff, além, obviamente, do uso da Petrobras para condução de políticas públicas, às custas dos acionistas minoritários. Tamanho é o imprevisto, que o efeito das alterações tributárias já aprovadas (sem contar a tal PEC 16) foi completamente neutralizado mesmo antes de sua aprovação pelo aumento de combustíveis anunciado pela Petrobras no dia 17 de junho, um dia depois do Executivo formalizar um pedido ao Legislativo para que se instaure uma Comissão Parlamentar de Inquérito para investigar a própria Petrobras, empresa controlada pelo Executivo. Realmente, o Brasil não é para amadores.

Mais preocupante do que nossa versão de liberalismo econômico é a notícia de que lideranças do chamado Centrão estudam apresentar uma Proposta de Emenda à Constituição (PEC) conferindo a deputados e senadores o poder de anular decisões não unânimes do Supremo Tribunal Federal (STF). A ideia é atribuir ao Congresso uma nova função, a de revisor do Supremo, o que fere o cerne da teoria da separação dos Poderes, que configura a própria definição de Estado, sem contar que viola cláusula pétreia constitucional. Muita água ainda passará sob essa ponte, mas trata-se sem dúvida de mais uma ameaça à já ameaçada democracia brasileira, e que, como qualquer evento que ameace o arcabouço jurídico, terá se concretizado, profundas implicações econômicas.

Enfim, temos razões de sobra para buscarmos investimentos alternativos, descorrelacionados dos mercados tradicionais. Podemos ver na Figura 3 que a tradicional alocação entre renda fixa e renda variável, que durante anos ofereceu a diversificação tão buscada por investidores, parou de funcionar. Vimos também que o ambiente doméstico, especialmente em um ano eleitoral, é qualquer coisa menos previsível, potencializado por um cenário internacional que combina aperto monetário e instabilidade geopolítica.



É neste momento que lançamos mais um produto completamente descorrelacionado, o Fundo de Investimento em Participações – IE Daemon Hemera, isto é, focado em infraestrutura, em especial em geração de energia renovável. Não só queremos oferecer retornos sustentáveis e descorrelacionados para nossos investidores, mas também queremos ter certeza de obter tais retornos em investimentos que farão a diferença para as próximas gerações através da produção de energia limpa, estando em completo alinhamento com as melhores práticas ESG (*Environmental, Social and Governance*). Como todos os produtos da casa, o Hemera nasce com investimentos proprietários, e deverá ser aberto aos nossos investidores no segundo semestre de 2022.

Ainda no tema retornos descorrelacionados, não poderia deixar de mencionar a performance do Daemon Nous Global, nosso fundo sistemático. Apesar de toda a turbulência nos mercados domésticos e internacionais, o Daemon Nous Global traz um retorno de 12,16% no ano de 2022, de 23,87% nos últimos 12 meses e de 63% desde seu lançamento, entregando para o investidor um índice de *sharpe* superior a 1.7. O desempenho acumulado do fundo, assim como sua (des) correlação com os principais índices do mercado nacional pode ser vistos nas Figuras 4 e 5, respectivamente.

Rentabilidade Daemon Nous Global

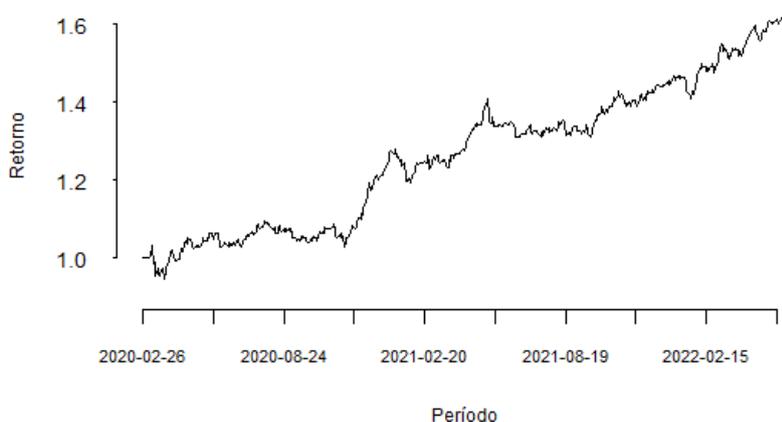


Figura 4. Retorno acumulado do Daemon Nous Global desde seu lançamento

Correlações Daemon Nous Global

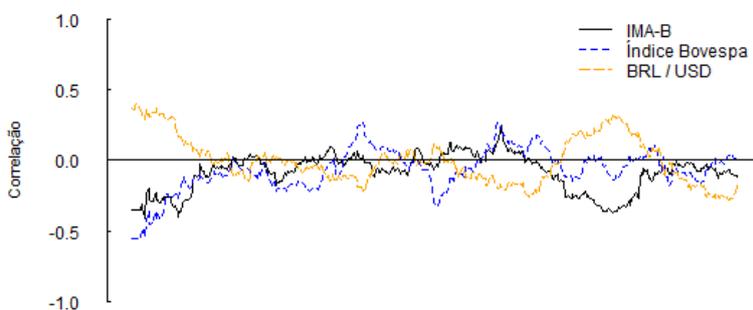


Figura 5. Correlações roladas de 90 dias do retorno do Daemon Nous Global com os retornos dos principais índices brasileiros



Por fim, não poderia deixar de mencionar que, desde o início de 2022, dois reforços de pesos se juntaram ao nosso time. Paul Huchro, ex-sócio sênior da Goldman Sachs e Erik Buischi, ex- Millennium e Stone Ridge, assumindo a posição de Co-CIOs. Paul e Erik estão baseados no nosso escritório nos EUA e capitanearão nossos fundos sistemáticos, com especial atenção ao mercado americano.

Temos muitos desafios à frente, passamos por um momento de mercado turbulento, para dizer o mínimo, mas tenho certeza de que com o capital humano e tecnológico que criamos ao longo dos 13 anos de nossa história, estamos muito bem-posicionados para continuarmos oferecendo retornos consistentes e descorrelacionados aos nossos investidores.

Até mais,
Sérgio Rhein Schirato, PhD



MAKING  DIFFERENCE