

Um 2023 especial para o Essencial

2023 foi o melhor ano do Pandhora Essencial em seus quase oito anos de histórico de cota. O fundo teve alta de 19,56% (149,9% do CDI) com uma volatilidade de 6,6%, resultando em um índice Sharpe de 0,995. O objetivo desta carta é descrever de forma objetiva os fatores que levaram a este resultado para aqueles que já nos acompanham, e dissecar as principais abordagens e teses de investimento para aqueles que não possuem tanta familiaridade com o nosso trabalho.

Antes de começar, é fundamental pontuar que fundos quantitativos "não foram criados iguais", seguem diversos tipos ou famílias de estratégias e entregam perfis de retornos diferentes entre eles. Colocá-los na mesma cesta é no mínimo ingênuo.

A abordagem quantitativa significa meramente a utilização de modelos que analisam grandes quantidades de dados e tomam decisões de forma sistemática. O que diferencia quantitativo de discricionário é o processo decisório metódico e ordenado, executado por máquinas. Mas quando falamos de tipo de estratégia, perfil de risco, rentabilidade, há uma diferenciação entre estratégias tão grande quanto a diferenciação de estratégias nos fundos tradicionais, discricionários.

Fundos quantitativos podem ser direcionais ou não, utilizarem múltiplas classes de ativos, bem como diferentes frequências para realizarem os *trades*, ou janelas distintas para as suas análises, e, para isso, empregam tecnologias que vão de uma simples planilha até redes neurais. Cada qual visa explorar diferentes ineficiências ou prêmios que podem existir no mercado. Mesmo quando comparamos fundos e gestoras com abordagens semelhantes, os resultados podem ser completamente diferentes dependendo dos parâmetros utilizados.

Na Pandhora, não acreditamos em modelos quantitativos misteriosos e incompreendidos, apesar do apelo de marketing que esse tipo de discurso possui. Pelo contrário, sempre acreditamos em modelos claros e transparentes. Desde 2019 abordamos este tema, que foi assunto de uma conferência de fundos quantitativos que participamos em Nova York. Neste [texto que publicamos uma 2ª versão em 2023](#) há um aprofundamento desta discussão. Em suma, buscamos a excelência em pesquisa e estatística, para que tenhamos estratégias embasadas, com retornos que podem ser explicados de forma direta e aberta, compreendidos pela equipe de gestão e pelo cotista. Assim, sem floreios e sem receio de sermos copiados, iremos nos debruçar sobre as nossas estratégias ao longo dessa carta e mostrar o porquê em 2024 estamos prontos para continuar entregando o prêmio do mercado local.

O mercado quantitativo brasileiro e o seu estigma

O mercado brasileiro quantitativo é um microcosmo dentro do mercado financeiro, representando menos de 1% da indústria. É verdade que temos uma das taxas de juros menos convidativas para a tomada de risco, mas nada justifica uma penetração tão pequena deste tipo de fundo, que é visto como um dos mais promissores globalmente. A título de exemplo, o mercado americano de *hedge funds* é composto de cerca de 22% de modelos quantitativos, de acordo com a revista Forbes.

2023 foi um ano onde os principais modelos LLM (*large language models*) tornaram a inteligência artificial amplamente conhecida. Ficou difícil argumentar contra a tese de que a tecnologia irá tomar o lugar do homem em diversas áreas, inclusive na gestão de ativos. Mesmo assim, nosso país ainda possui um certo receio, se não preconceito com fundos quantitativos.

Em conversas com alocadores locais, frequentemente escutamos, dentre as principais razões pelo desgosto com essa categoria de fundos: a má performance da indústria como um todo e o frequente hábito de "colocar a mão nos modelos" dos fundos quantitativos locais. Acreditamos que a primeira, muitas vezes está relacionada a segunda.

Concordamos que o hábito de acrescentar discricionariedade aos modelos é absolutamente problemático. Não há argumentos que justifiquem acrescentar arbitrariedade advinda do gestor, em um modelo que tem por definição ser livre de vieses humanos. Além disso, os modelos quantitativos devem ser consistentes no médio e longo prazo, e isso torna-se impossível quando a equipe de gestão está olhando para a performance de curto prazo e mexendo nos modelos base nisso.

Ao mesmo tempo, acreditamos que há uma linha tênue entre adicionar discricionariedade aos modelos e evoluir estes modelos. Ora, parte fundamental da tarefa de um fundo quantitativo é a sua área de pesquisa. Estudar, testar e posteriormente incorporar novas tecnologias e estratégias para explorar ineficiências no mercado, é exatamente o que garante a sobrevivência de uma gestora sistemática no longo prazo.

"Colocar a mão" nos modelos quantitativos não é recomendável, mas não inovar e não aprimorar modelos é ainda mais perigoso.

Na Pandhora, após experimentar as dores de crescimento ao longo de dois anos, notadamente 2021 e 2022, entendemos que era hora de evoluir. A curva de aprendizagem ao longo dos nossos quase oito anos de história é uma vantagem importante nessa busca incessante pela excelência.

Após ser incorporada por uma companhia de capital aberto, o TC, houve uma revisão completa das principais estratégias do seu fundo *flagship*, o Pandhora Essencial.

Significa mudar completamente o fundo? Claro que não.

Significa adicionar arbitrariedade e privilegiar estratégias que tiveram boa performance nos últimos meses? Menos ainda.

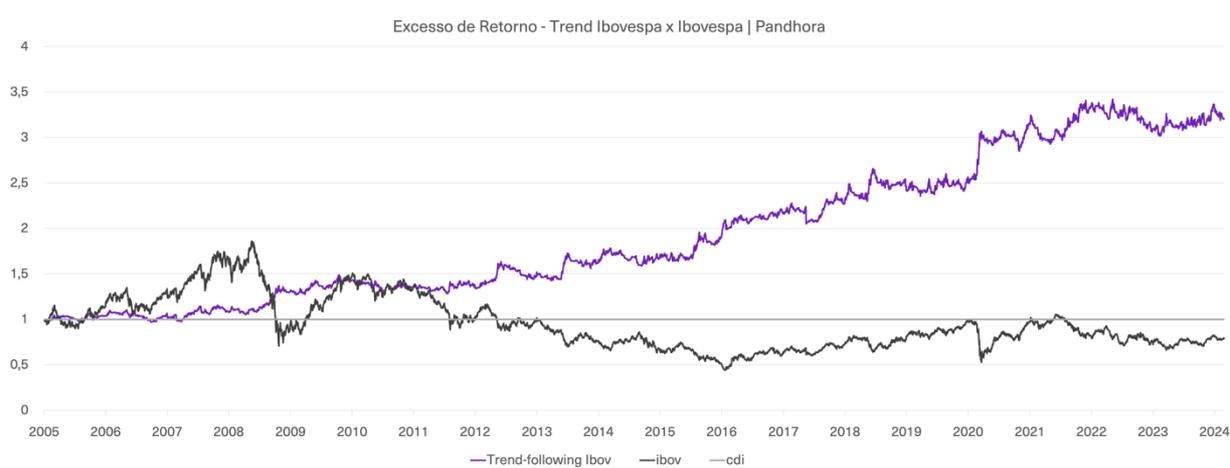
Nosso processo de evolução visou entender nossas verdadeiras vantagens competitivas, focar nas estratégias que estatisticamente são geradoras de alfa no longo prazo, e, em termos simples, não sucumbir à tentação de querer fazer tudo com pouca profundidade.

As estratégias principais do Pandhora Essencial

Entendemos que existem duas famílias de estratégias em que a Pandhora possui maior expertise, e mais, identificamos que a união dessas duas estratégias trás um equilíbrio e um Sharpe adicional para o Pandhora Essencial que o diferencia da indústria como um todo (mais sobre isso adiante).

A primeira família de modelos é composta por algoritmos de *trend following*, também conhecidos como *managed futures*. Modelos de *trend following* são responsáveis pelo surgimento da Pandhora, lá atrás, em 2016, e permanecem desde então no coração do que fazemos. Esses modelos assumem que há ineficiências no mercado advindas principalmente de fricções ou vieses comportamentais como a tendência de subestimar novas informações, que permitem a geração de retornos adicionais através de algoritmos que identificam e seguem tendências.

Modelos seguidores de tendência possuem a vantagem adicional de, no longo prazo, serem decorrelacionados, mesmo dos seus ativos subjacentes. Isso se dá justamente por poder ficar comprado ou vendido, com sua correlação variando entre +1 e -1 em janelas curtas, mas que tende a zero em janelas mais longas. A título de exemplo, veja o histórico do modelo de *trend following** do Pandhora Essencial aplicado ao índice Bovespa em relação ao próprio índice Bovespa. Perceba que nas janelas onde o Bovespa performa mal, e, inclusive durante alguns dos principais *drawdowns* do índice são onde o modelo consegue os melhores retornos adicionais.



*A Pandhora surgiu em 2016, portanto o período do gráfico que antecede essa data foi simulado

A segunda família é composta pelos modelos de fatores alternativos, descritos de forma aprofundada na extensa literatura de *papers* acadêmicos de finanças, que começaram ao final do século passado com Eugene Fama e evoluíram para o século vinte um com nomes como Clifford Assness e Andrea Frazzini. A literatura de fatores demonstra que existem prêmios de risco alternativos ao prêmio tradicional de mercado (*equity risk premium*), advindos por exemplo de: valor, qualidade, *momentum*, tamanho, entre outros. Cada um desses fatores, possui seu respectivo racional detalhado e comprovado estatisticamente utilizando o método científico.

Utilizamos os fatores com uma estratégia long short beta neutra em ações locais. Ou seja, uma carteira de papéis *single names* onde o tamanho da parte comprada da carteira possui a mesma exposição ao índice Bovespa, ajustada a volatilidade, do que a parte vendida. Com isso conseguimos eliminar o prêmio de risco tradicional do mercado acionário brasileiro e entregar somente o prêmio de risco alternativo. O resultado é uma estratégia descorrelacionada dos principais índices, algo escasso dentro do universo de produtos líquidos do mercado local, e que, se bem utilizada por alocadores, tende a gerar ganho de Sharpe nos portfólios de seus clientes.

Identificar essas duas famílias como as principais da Pandhora envolveu um processo individualizado de análise, estratégia a estratégia. Diferente de privilegiar estratégias com boa performance recente, ou mesmo privilegiar estratégias que se destacam no *back test*, procuramos entender a real contribuição e consistência dessas estratégias em um histórico de quase uma década de cota.

Porque juntar modelos long&short de fatores com estratégias de *trend following* em um mesmo fundo

Voltando a utilização de duas famílias distintas de modelos em um mesmo produto, gostaríamos de aprofundar o racional por trás da decisão.

Uma outra crítica frequente que escutamos aos modelos quantitativos é direcionada exclusivamente aos modelos seguidores de tendência, seja nos produtos locais, seja nos globais. Isso se dá justamente pela má performance desse tipo de modelo em determinadas janelas de mercado onde não há tendência. Quer dizer, nem sempre há tendências claras no mercado, e nesse regime de mercado, onde há volatilidade para lados opostos em dias consecutivos, de fato os modelos de tendência sofrem.

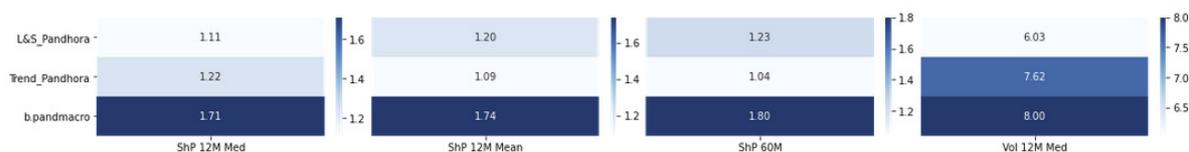
A utilização das duas famílias de modelos em conjunto vem justamente para amenizar os regimes de mercado onde não há tendência. A alocação de risco de um modelo para o outro não envolve nenhum tipo de discricionariedade, mas pode sim variar, de acordo com a convicção de nossos sinais de tendência, que são medidos através de um *score*. Ou seja, quando não há tendência no mercado, o modelo de long&short de fatores torna-se protagonista. Por outro lado, quando a tendência está clara, e o modelo está convicto, a distribuição de risco se torna equivalente entre as estratégias. Perceba que essa alocação de risco entre modelos é feita de forma sistemática, baseado exclusivamente na força da tendência mensurada pelos modelos. Não há uma tentativa

de *market timing* nas estratégias, e menos ainda dentre os fatores, algo que já foi amplamente documentado na literatura de finanças por *Robert Arnott, Noah Beck e Vitali Kalesnik*, como frequentemente detrator de alfa pela sua complexidade e baixa previsibilidade.

Este formato traz ainda um benefício adicional de diversificação entre estratégias do fundo, já que o modelo de long&short multifatorial e o modelo de tendência possuem perfis de retorno e fatores de risco distintos. No gráfico abaixo pode-se ver a correlação entre os modelos, que dificilmente passa de 0,2, ou seja, uma correlação fraca, praticamente nula:



Se para você leitor ainda não ficou claro o benefício da descorrelação nos retornos dos portfólios, perceba o efeito de possuir duas estratégias descorrelacionadas em um produto só. Abaixo, foi feita uma simulação sem taxas, do índice Sharpe de um fundo comprado 100% nas nossas estratégias, individualmente comparado com o índice Sharpe da mesma composição do fundo (última linha).



No gráfico acima, veja que em todas as janelas, o índice Sharpe das duas estratégias utilizadas em conjunto é sempre superior do que as estratégias utilizadas individualmente. Além disso, a volatilidade da estratégia do Pandhora Essencial é bem menor (8,0) do que a somatória das volatilidades de cada uma das estratégias individualmente (13,62).

A junção entre macro e tendência

Voltando às estratégias de *trend following*, o fundamental para esses modelos é ser capaz de separar o que é ruído do que é sinal. Um modelo muito rápido pode interpretar ruído como inversão de tendência, e um modelo muito lento pode demorar para reagir às alterações nas tendências.

Ao longo dos anos, passamos por diversos eventos de cauda como Joesley Day, impeachment da Dilma, Covid, entre outros. Sobrevivemos, mas não escapamos ilesos de todos. Aprendemos ao longo dos anos que a melhor maneira de mitigar inversões de tendência é através da utilização de tendências em variáveis macroeconômicas. Da mesma forma que gestores macro discricionários se utilizam desses indicadores macroeconômicos, os nossos modelos seguidores de tendência o fazem de forma semelhante. Frequentemente as tendências em algumas dessas variáveis antecipam mudanças de regimes de mercado nas principais classes de ativos.

Isso permite que tenhamos um modelo seguidor de tendência diferente dos demais players no mercado, já que mensurar efeitos de lead-lag utilizando tendências em variáveis macro em conjunto com tendências nos preços dos ativos, não é comumente utilizado no mainstream.

O prêmio quantitativo brasil puro

Assim, nos posicionamos como a gestora que entrega o prêmio quantitativo Brasil puro. Entendemos que aqui no Brasil, devido a questões de *capacity* para gigantes globais, navegamos um oceano azul, com prêmios relevantes. Muitas vezes somos perguntados sobre capacidade de nossos fundos por sermos, atualmente, focados somente em Brasil. É verdade que o universo de ações no mercado brasileiro é pequeno e isso se aplica aos modelos de fatores. Entretanto, os modelos de trend following, aqueles que possuem maior *turnover* no fundo, se utilizam somente de índices com ampla liquidez (dólar, índice ibovespa futuro, e os vértices mais líquidos da curva DI).

No mercado local, há participantes capacitados e competentes em diversas estratégias quantitativas, mas poucos fundos que englobam os principais prêmios quantitativos nas principais classes de ativos locais dentro de um só veículo. Essa é a nossa estratégia e missão.

Assim convidamos a todos para conhecerem melhor o Pandhora Essencial, por entender de fato que se trata de um tipo de produto essencial para composição de portfólios balanceados de investimento. Em 2024, está se desenhando um cenário com considerável ruído político, eleições municipais, incerteza global, entre outros fatores de incerteza. Sob essa ótica, carregar um produto de renda variável com baixa exposição ao risco de mercado de ações, pode ser uma excelente estratégia dentro dos portfólios institucionais e de pessoas físicas.