



# Carta do Gestor

Junho



DAEMON  
investimentos

Neste trimestre passamos por mais um momento muito especial na nossa história. No dia 17 de maio, depois de aproximadamente 15 meses de existência, abrimos o Daemon Nous Global para captação. Os resultados acumulados até aqui falam por si, validam nossos anos de pesquisa e trazem segurança aos nossos investidores de que nossa tese de investimentos é sólida e nossos resultados recorrentes.

*“Throughout the pandemic, the nation lacked a uniform policy about gathering places, and there was no central authority with the power to make and enforce rules that everyone had to obey. Each community acted on its own, doing as its elected officials thought best”*

Albert Marrin, *Very, Very, Very Dreadful: The Influenza Pandemic of 1918*

Deveríamos reconhecer as dificuldades com relação a prevermos o futuro, ou a entendermos completamente o presente, mas o mais surpreendente é observarmos nossa incapacidade de também aprendermos com o passado. Pouco mais de século separam a descrição da falta de articulação na resposta pelo governo americano durante a pandemia de gripe espanhola, descrita acima por Albert Marrin, e a atual demonstração de incompetência dada por diversos governos na resposta à infecção pelo novo corona vírus SARS-CoV-2.

A suposta concorrência entre crescimento econômico e a adoção de medidas de controles à pandemia tem sido utilizada por diversos governos como uma justificativa para não adotar (ou até coibir) medidas de restrição à circulação, fundamentais para a redução nas taxas de contágio. Mais interessante é notar que, provavelmente com exceção dos Estados Unidos, onde grande parte da população foi ou está sendo vacinada, os países que não adotaram medidas restritivas, sob uma atuação coordenada de todas as esferas governamentais, são exatamente os países com as maiores taxas de mortalidade e piores indicadores socioeconômicos. Ainda assim, os Estados Unidos são hoje o país com o maior número de mortes pela pandemia (Fonte: Organização Mundial de Saúde).

No Brasil, o segundo país em número de mortes (Fonte: Organização Mundial de Saúde), temos hoje uma situação interessante, que pode facilmente ser mal interpretada. O índice Bovespa acumula uma alta de aproximadamente 10% no ano, chegando aos 130.000 pontos, o Produto Interno Bruto divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostrou um crescimento de 1,2% no primeiro trimestre do ano, enquanto o Real se valorizou aproximadamente 3% frente ao Dólar americano (Figura 1).

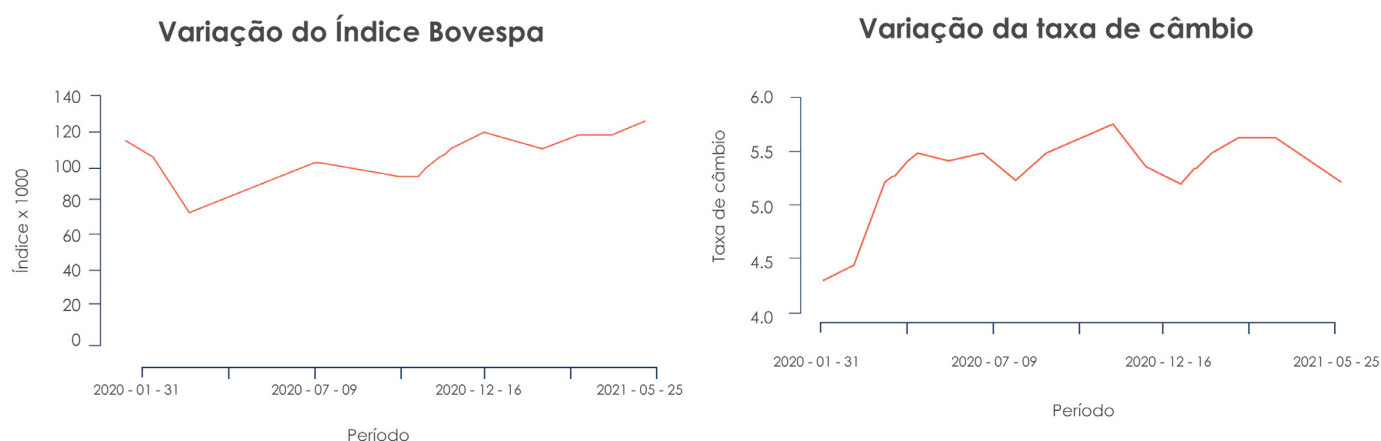


Figura 1: Variação do Índice Bovespa e da taxa de câmbio Real / Dólar americano ao longo dos últimos 18 meses.



Esses indicadores, quando olhados isoladamente, podem dar uma falsa sensação de superação da crise. É, porém, importante colocá-los sob perspectiva. O Brasil é majoritariamente um exportador de commodities. Além de um solo excepcionalmente fértil em minérios, somos privilegiados do ponto de fotossíntese. Parece natural, portanto, que tanto o índice Bovespa, quanto o Real sejam bastante correlacionados com os preços internacionais de commodities.

Pelo lado da bolsa, aproximadamente um terço do índice Bovespa é composto por empresas produtoras e/ou exportadoras de commodities (Fonte: B3). Pelo lado do Real, conhecido pelo autoexplicativo nome de commodity currency, os dez produtos mais relevantes na pauta de exportações brasileira são commodities (Fonte: Secretária de Comércio Exterior) e a cada ano as exportações de bens industrializados de alto valor agregado são menos relevantes. A Figura 2 ilustra bem as correlações entre a variação do índice Bovespa, o Commodity Research Bureau Index (CRB) e a taxa de câmbio da moeda brasileira contra o Dólar americano.

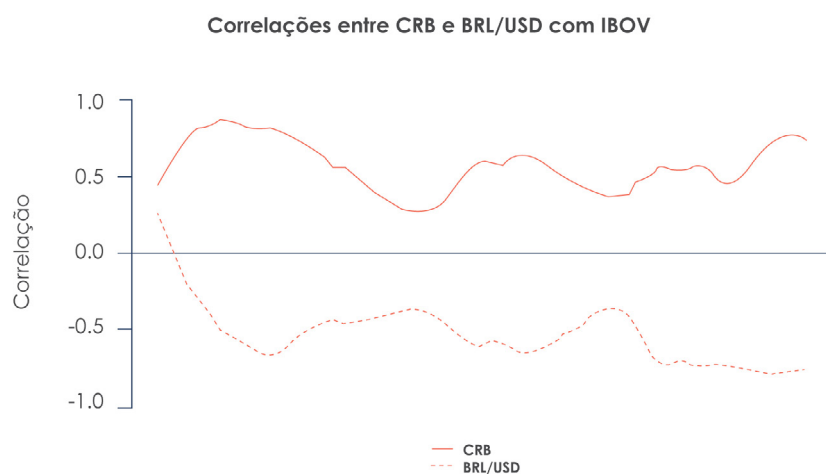


Figura 2: Correlação rolada de 36 meses calculada desde 2015 entre o índice Bovespa, o CRB Index e a taxa de câmbio entre o Real e o Dólar americano. Fonte: Bloomberg.

Enquanto a combinação da forte demanda internacional por commodities com taxas de juros excepcionalmente baixas ao redor do mundo impulsiona tanto o índice Bovespa, quanto o câmbio, temos a seguinte contrapartida: há hoje 14,8 milhões de brasileiros desempregados, o maior valor da série histórica (Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), que somados aos subempregados e desalentados, formam um contingente de aproximadamente 33 milhões de pessoas.

O setor de serviços, que emprega aproximadamente 70% dos trabalhadores do país, e gera aproximadamente 72% do PIB (Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) ainda mostra dificuldades em recuperar os níveis pré-pandemia, apresentando pouco (ou nenhum) crescimento. Hotéis, restaurantes, pequenos comércios foram profundamente afetados. Outros, como por exemplo, o setor aéreo, historicamente muito dependente do transporte de executivos, podem estar passando por uma transformação estrutural diretamente relacionada às tecnologias de trabalho remoto amplamente utilizadas nesses últimos 18 meses.

Por fim, os dados do PIB do primeiro trimestre ainda não refletem o início do ciclo de aperto monetário. A pressão nos preços causada pelo aumento nos preços das commodities, combinada com as restrições às cadeias de fornecimento geradas pela pandemia, fez com que o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em 12 meses esteja em



8,06% (Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) e a mediana das projeções para o ano de 2021 esteja em 5,44% (Fonte: boletim Focus, BACEN), acima do teto da meta de inflação estabelecido pelo Banco Central do Brasil de 5,25%.

*"Unlimited tolerance must lead to the disappearance of tolerance. If we extend unlimited tolerance even to those who are intolerant, if we are not prepared to defend a tolerant society against the onslaught of the intolerant, then the tolerant will be destroyed, and tolerance with them"*

Karl Popper, The paradox of tolerance

Talvez mais importante do que o ritmo da expansão econômica e a divergência entre os mercados financeiros e a economia real seja o processo de corrosão das instituições pelo qual o país passa hoje. A tolerância demonstrada pela sociedade, aliada a conivência do Congresso Nacional, para com a apropriação de instituições do Estado por um governo, talvez seja a maior fonte de preocupação para o médio prazo, especialmente se considerarmos o ultra polarizado cenário eleitoral que se desenha para 2022. Tolerância e inação estão por trás de alguns dos piores momentos da humanidade. A América Latina, em especial, é pródiga em produzir líderes que utilizam o Estado única e exclusivamente para garantir sua perpetuação no poder, via de regra às custas do bem-estar da população.

No fronte externo, a discussão entre atividade econômica, inflação e elevação de taxas de juros tem ditado a dinâmica dos mercados. Recorrentemente, dados que apontem para maior atividade econômica e/ou expectativas de inflação, são imediatamente seguidos por movimentos abruptos da curva de juros americana, com reflexos em todos os mercados. Simetricamente, dados que apontem para uma atividade econômica mais fraca, tornam mais prováveis a manutenção das atuais condições acomodáticas das políticas monetárias nos mercados desenvolvidos, dando fôlego às bolsas ao redor do mundo.

Depois de alguns meses surpreendendo para cima as expectativas do mercado, no mês de maio a economia americana gerou 266 mil vagas de trabalho, muito abaixo da média das expectativas de geração de 978 mil vagas (Fonte: Bureau of Labor Statistics, US Department of Labor), no que foi provavelmente a maior discrepância entre geração real e estimada da história. O reflexo disso no yield do título de 10 anos do governo americano foi imediato (Figura 3), assim como para os ativos de países em desenvolvimento, que ganharam um fôlego adicional.

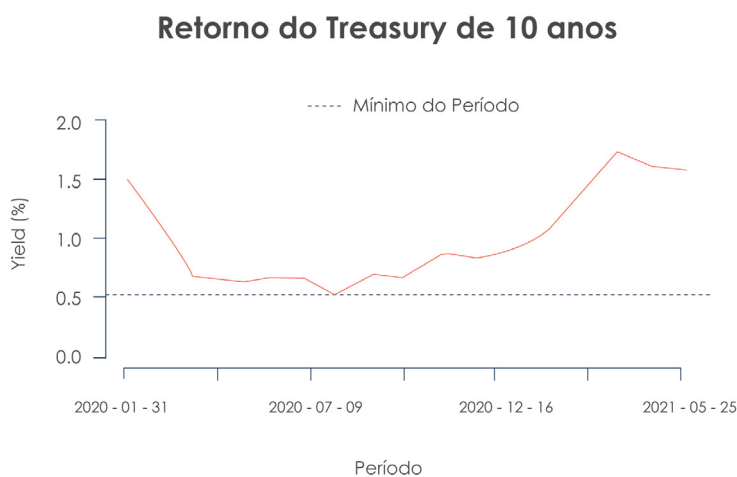


Figura 3. Taxa de juros implícita nos títulos de 10 anos do Tesouro americana nos últimos 12 meses.  
Fonte: Bloomberg.



Para o Daemon Nous Global, a rápida e simultânea valorização das ações brasileiras teve um impacto relevante, apagando o excelente resultado acumulado nas primeiras semanas do mês de maio, quando as quotas do fundo chegaram a se valorizar 5%, por conta, em especial, da valorização proporcionalmente mais alta das ações nas quais o fundo estava vendido em suas estratégias de momentum. Tal evento é conhecido como “*momentum crash*” e acontece sempre que as ações nas quais uma estratégia de *momentum* está vendida se valorizam muito mais rapidamente do que o restante da carteira. Como sugestão de leitura sobre o assunto o artigo *Momentum Crashes* (Daniel, Kent D., Columbia Business School Research Paper No. 11-03) descreve bastante bem o fato.

Simultaneamente, o rápido aumento da covariância entre os ativos da nossa carteira causou um aumento expressivo na volatilidade do portfólio, disparando um processo de desalavancagem da carteira similar ao ocorrido em novembro de 2020. A volatilidade realizada do fundo está ilustrada na Figura 4.

### Volatilidade Daemon Nous Global

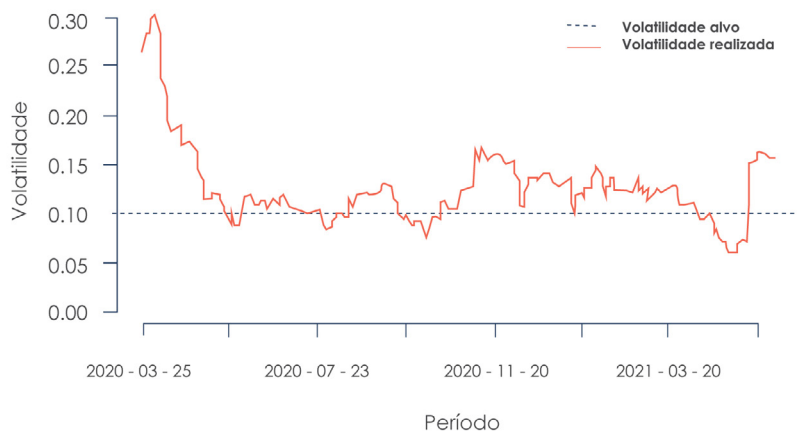


Figura 4. Volatilidade rolada de 21 dias úteis desde o início das operações.

Na Figura 5 podemos observar a variação da alavancagem do fundo em função da volatilidade prospectiva, ficando claro o funcionamento do nosso sistema de execução e onde o efeito descrito acima pode ser claramente observado.

### Alavancagem versus volatilidade

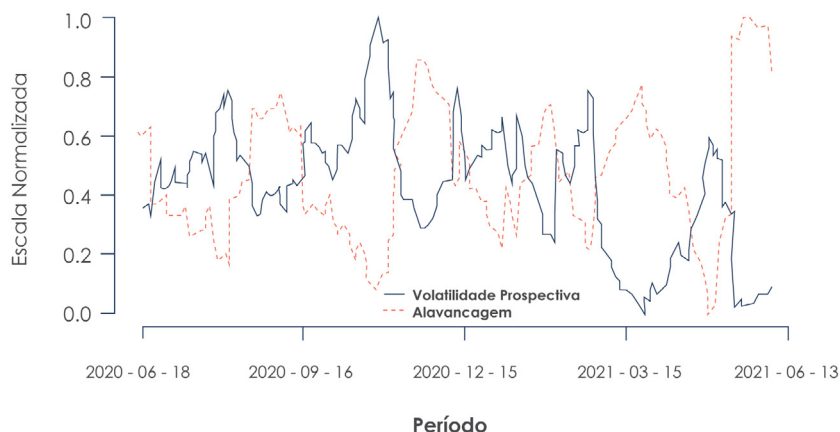


Figura 5. Variação da alavancagem do portfólio em função da variação da volatilidade prospectiva



O resultado do Daemon Nous segue amplamente positivo no trimestre, apesar do fundo ainda estar se recuperando do *drawdown* ocorrido na segunda quinzena de maio. Nosso retorno acumulado no ano é de 9.48 %, tendo sido abril o terceiro melhor mês em termos de performance da nossa história.

A composição do resultado por classe de ativos até o fechamento de maio está detalhada na Tabela 1 e o retorno acumulado deste o início das operações pode ser visto na Figura 6.

Classe de Ativo	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Ano
Commodities agrícolas	1.75%	0.54%	0.18%	3.01%	-0.55%	4.99%
Commodities industriais	-0.43%	1.78%	-1.01%	2.16%	1.04%	3.55%
Ações	-2.59%	1.64%	3.25%	1.87%	-2.81%	1.22%
Índices de ações	0.21%	0.31%	0.67%	0.37%	0.76%	2.34%
Moedas	0.20%	-0.38%	0.51%	0.17%	1.41%	1.91%
Volatilidade	0.00%	-0.02%	0.07%	-0.05%	-0.04%	-0.04%
Juros	-0.93%	-1.23%	-0.07%	-0.19%	0.08%	-2.33%
Caixa, despesas e outros	-0.27%	0.05%	-0.53%	-1.47%	-0.14%	-2.34%
<b>Total Geral</b>	<b>-2.07%</b>	<b>2.69%</b>	<b>3.07%</b>	<b>5.87%</b>	<b>-0.24%</b>	<b>9.48%</b>

Tabela 1. Composição do resultado por classe de ativo até o momento em 2021.

### Rentabilidade Daemon Nous Global



Figura 6. Rentabilidade acumulada desde o início das operações.



Do ponto de vista de correlação, como já detalhado em cartas anteriores, por construção o Daemon Nous Global é descorrelacionado dos principais ativos brasileiros, trazendo aos nossos investidores todos os benefícios da diversificação em uma carteira composta por centenas de ativos globais. A Figura 7 ilustra a correlação de três meses rolada do retorno do Daemon Nous Global com três dos principais índices do mercado brasileiro: IMA-B, índice Bovespa e a taxa de câmbio

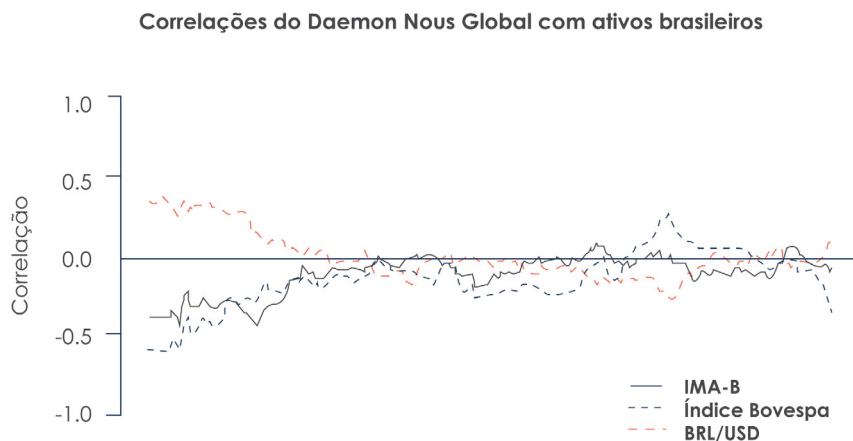


Figura 7. Correlação rolada de 90 dias do retorno do Daemon Nous Global com os principais ativos brasileiros

Real por Dólar americano. Como é facilmente observável, a correlação do retorno do Daemon Nous com esses índices é sempre muito próxima de zero.

Gostaria de aproveitar a oportunidade para informar que iniciamos uma série de publicações sobre temas relevantes no mercado financeiro, que serão periodicamente disponibilizadas no site da Daemon Investimentos, procurando cobrir os temas com profundidade e uma linguagem acessível. Nossa primeira publicação, escrita pela colega Hully Rolemberg, tem como título **Volatilidade: qualidade do que é volátil**, e já está disponível. Espero que aproveitem a leitura.

Por fim, tanto o ambiente doméstico, quanto o internacional, por motivos que rapidamente cobri nesta carta, têm potencial para grande volatilidade, reforçando a necessidade de diversificação. Nossos métodos quantitativos, associados à nossa infraestrutura, nos permitem operar centenas de ativos diariamente, capturando oportunidades que não poderiam ser capturadas por métodos não computacionais. Estamos muito bem-posicionados para sermos a melhor opção de diversificação para nossos investidores

Até mais,  
Sérgio Rhein Schirato, PhD



MAKING  DIFFERENCE

[Invista conosco](#)