

A full-page background image showing two rock climbers on a steep, grey rock face. One climber is higher up, wearing a red jacket and blue pants, while the other is lower down, wearing a teal jacket and purple pants. The sky is a clear, bright blue.

Carta do Gestor

Janeiro



DAEMON
Investimentos

Encerramos 2021, o primeiro ano no qual o Daemon Nous foi aberto para captação. Atingimos um marco na nossa história, que já caminha para completar 13 anos em 2022 e aproximadamente US\$4bi em ativos sob gestão. Nossa família de produtos sistemáticos completa seu segundo ano de vida independente e, neste momento, enquanto finalizamos nossos planos (bastante ambiciosos) para o próximo ano, gostaria de fazer algumas reflexões sobre o momento pelo qual passamos.

O ano de 2021 foi marcado por diversas fases, bastante distintas entre si. No começo do ano, com o início da vacinação em larga escala, vivemos a expectativa de estarmos perto do final da pandemia e de termos grande retomada na atividade econômica pela frente. A partir de maio, o aparecimento de uma nova variante do novo corona vírus SARS-CoV-2, a Delta, combinado com a sinalização de que os estímulos monetários amplamente utilizados durante a pandemia pelos principais bancos centrais do planeta seriam reduzidos no futuro próximo, trouxeram dúvidas com relação à recuperação, com claros impactos nos preços globais de commodities e ativos de risco. Nas últimas semanas, quando o início do tapering pelo Federal Reserve (e sua posterior aceleração na reunião de dezembro), assim como elevação das taxas de juros por outros bancos centrais (inaugurada pelo The Bank of England) já estavam incorporados nos preços, novas preocupações, agora com a variante Ômicron, combinada com a estagnação no número de vacinados nos países desenvolvidos, e a indisponibilidade de vacinas para países do continente africano, faz com que o que aparenta ser uma quinta onda de disseminação pareça se formar, penalizando novamente os ativos de risco.

"There is no such thing as public money; there is only taxpayers' money."

Margaret Thatcher

No Brasil, como de costume, sofremos não só pelas circunstâncias internacionais, mas também pelas dificuldades auto infligidas. Depois do processo orçamentário de 2020, que talvez tenha sido o mais tumultuado das últimas décadas, que culminou com o orçamento federal de 2021 sendo aprovado no final de março do ano corrente, a aproximação do ano eleitoral e a queda de popularidade do atual governo, fez com que buscássemos as mesmas soluções usadas há décadas por governos populistas, em especial na América Latina: o aumento de gastos públicos (via de regra, da pior qualidade). Para reduzir o impacto do que o ministro da economia passou a descrever como um meteoro (uma comparação um tanto quanto exagerada entre o evento cataclísmico que destruiu boa parte da vida no planeta há 66 milhões de anos e a diferença de aproximadamente R\$36 bilhões entre o valor orçado e o valor real das dívidas judiciais decorrentes de ações transitadas e julgadas a serem pagas pela União ao longo de 2022), o governo propôs a Emenda Constitucional 113 (PEC 113/21), conhecida como PEC dos Precatórios.

Sob o argumento de viabilizar o Auxílio Brasil, programa que substituiu o Bolsa Família, mecanismos incluídos na PEC dos Precatórios devem abrir um espaço no orçamento de 2022 superior a R\$90 bilhões, um valor muito superior ao projetado para programas sociais e que permite ao Poder Executivo enorme discricionariedade na sua aplicação, não coincidentemente num ano eleitoral.

"The first lesson of economics is scarcity: there is never enough of anything to fully satisfy all those who want it. The first lesson of politics is to disregard the first lesson of economics."

Thomas Sowell



Gostaria de fazer aqui breve citação à termodinâmica, em especial à sua Segunda Lei, pedindo ao leitor, obviamente, alguma liberdade poética, de maneira que não me preocuparei em demonstrar matematicamente qualquer das afirmações abaixo. A Segunda Lei da termodinâmica determina que “a quantidade de entropia de qualquer sistema isolado tende a incrementar-se com o tempo, até alcançar um valor máximo”. O termo entropia vem sendo utilizado nos mais variados (e inesperados) contextos¹, mas, para fim deste exercício, vamos nos ater à definição termodinâmica de entropia como o número potencial de configurações que um sistema pode apresentar. Dessa forma, quanto maior a entropia de um sistema, maior o número de microestados possíveis, dadas as restrições impostas ao sistema. Assim, aumentar a entropia de um sistema termodinâmico significa dar-lhe condições para que haja um maior número de microestados acessíveis às partículas que o compõem, ou, em outras palavras, diminuir a organização do sistema. Um outro ponto importante: a manutenção de entropia em um sistema dá-se à custa de aumento de entropia no seu entorno.

Tudo isso dito, gostaria agora de discutir a dinâmica do nosso sistema político, em especial o Congresso Nacional brasileiro, no seu passado recente (cujo início não pretendo determinar). Se assumirmos o Congresso Nacional como representantes do povo, divididos entre algumas (por definição) poucas possíveis posições no espectro político, que poderiam ser discretamente classificadas entre extrema esquerda, esquerda, direita e extrema direita, onde, obviamente, há possíveis intersecções entre elas, teremos enorme dificuldade em justificar a existência de mais de 30 partidos políticos. As manchetes políticas das últimas duas décadas nos demonstram claramente que, sistematicamente, para que houvesse qualquer possibilidade de votação de pautas relevantes, ou simplesmente de manutenção de maioria pelo Poder Executivo, diversos esquemas baseados na utilização (indevida) de recursos públicos (diretamente, ou via empresas estatais) foram criados. Ou seja, qualquer tipo de organização se deu substancialmente à custa de utilização de dinheiro público. Os mecanismos variaram ao longo do tempo: “mensalão”, “petrolão”, Fundo Partidário (que neste ano alcança o recorde de R\$4,9 bilhões, cuja origem está na vedação às doações privadas, profundamente relacionadas a outros escândalos anteriores), até as recém institucionalizadas emendas do identificador de resultado primário número 9 (“RP-9”), ou, simplesmente, emendas do relator, para citar somente os mais célebres.

Interessantemente, o sistema vigente no Brasil, conhecido como presidencialismo de coalisão, num ambiente onde tantos partidos políticos coexistem e, portanto, voltando à analogia termodinâmica, o grau de incerteza é muito maior, dada a quantidade de estados possíveis, a organização se dá à custa de perda de bem-estar social por diversos canais, seja por conta do simples desvio de verbas públicas, seja pela má utilização do orçamento público para o atendimento de minorias organizadas, numa dinâmica aparentemente irreversível, análoga ao inexorável aumento da entropia. Da mesma maneira que a manutenção da entropia em um sistema se dá à custa do aumento da entropia no seu entorno, no sistema político brasileiro a manutenção da governabilidade dá-se à custa do bem-estar da sociedade. Não surpreendentemente, o mesmo Congresso que aprovou um valor recorde para o Fundo Partidário, aprovou o menor valor em mais de uma década para rubrica de Investimentos.

Em meados do século XIX, numa tentativa de mostrar que a Segunda Lei da termodinâmica é uma lei de caráter não-determinístico como as demais leis físicas, James Clerk Maxwell propôs um exercício mental no qual seria possível a um minúsculo ser inteligente separar moléculas com base em sua velocidade individual em um sistema isolado e inicialmente homogêneo, gerando regiões com diferentes temperaturas, sem que houvesse necessidade de realização de trabalho. Tal ser ficou conhecido como o demônio de Maxwell e por décadas, devido à interpretação equivocada do que intencionava Maxwell, colocou em xeque a universalidade da Segunda Lei.

¹ Chaui-Berlinck JG, Alves Martins R. As Duas Primeiras Leis. Editora UNESP 2013



Em 1929, o físico Léo Szilard ² lançou a ideia, hoje amplamente aceita, de que a própria atuação do minúsculo ser aumentaria a entropia do sistema, neutralizando o efeito de suas escolhas. De alguma maneira, o pensamento mágico de que o sistema político brasileiro possa passar a atuar de maneira republicana, em prol do aumento de bem-estar social, sem passar uma profunda reforma, assemelha-se à ilusão criada pelo demônio de Maxwell de que seria possível reduzir a entropia sem a realização de trabalho, evitando assim o inevitável aumento de entropia do sistema. Na verdade, nosso sistema político segue à risca a Segunda Lei da Termodinâmica, mantendo sua entropia à custa do aumento da entropia ao seu redor.

Bem, depois de toda essa divagação pela física e pela política, vamos ao principal dos seus efeitos práticos: o Brasil cresce sistematicamente abaixo da média mundial³. Uma forma interessante (obviamente não exaustiva) de ilustrarmos o descolamento das expectativas com relação à geração de lucro das empresas brasileiras, por conta da deterioração do ambiente doméstico, em relação às empresas globais é a análise da correlação rolada entre o índice S&P e o índice Bovespa, ilustrado na Figura 1. Como podemos ver, historicamente as variações dos dois índices eram positivamente correlacionadas, correlação esta que se tornou negativa no passado recente, em especial nos últimos 30 meses.

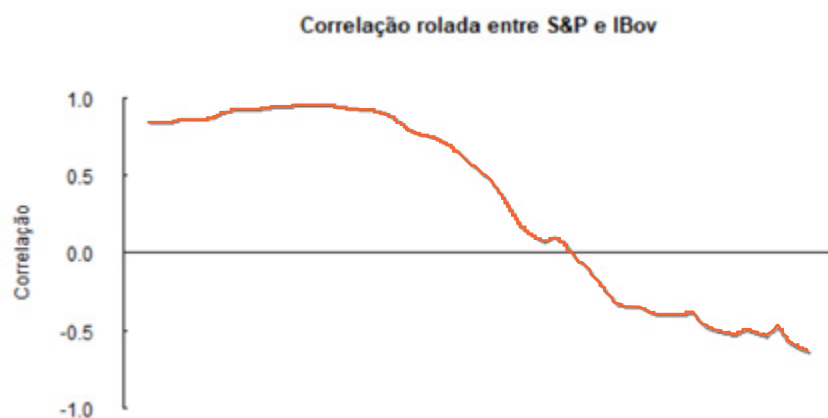


Figura 1: Correlação rolada de 36 meses calculada desde 2015 entre o índice Bovespa e o índice S&P. Fonte Bloomberg.

Consequência direta da desancoragem das expectativas fiscais, fruto dos inúmeros artifícios criados recentemente para burlar o teto de gastos, potencializada pelo impacto nas cadeias produtivas geradas pela pandemia e por um aumento substancial do custo da energia, a dinâmica da inflação ao longo do ano, projetada para fechar 2021 acima de 10% (Fonte: Pesquisa Focus Bacen), torna-se um problema que adentrará 2022. A persistência global da inflação e o reconhecimento da sua não-transitoriedade, tem forçado os principais bancos centrais do planeta a iniciarem um ciclo de aperto monetário, que sem dúvida colocará ainda mais pressão nas moedas emergentes, entre elas o Real, como podemos ver na Figura 2. Tal efeito é ainda fortalecido pela redução dos investimentos diretos no país, que apresentam até o momento uma redução 12% em 2021, enquanto os investimentos brasileiros no exterior crescem 8% no mesmo período (Fonte: Relatório de Investimento Direto do Bacen).

² L. Szilard, "On the Decrease of Entropy in a Thermodynamic System by the Intervention of Intelligent Beings," Z. Phys. 53, 840 (1929)

³ Balassiano MG, Pessoa S. Desempenho da Economia Brasileira nos Últimos Oito Quadriênios (1987- 2018): Um Estudo em Painel Comparando os Dados Observados e Previstos. FVG IBRE. 2021



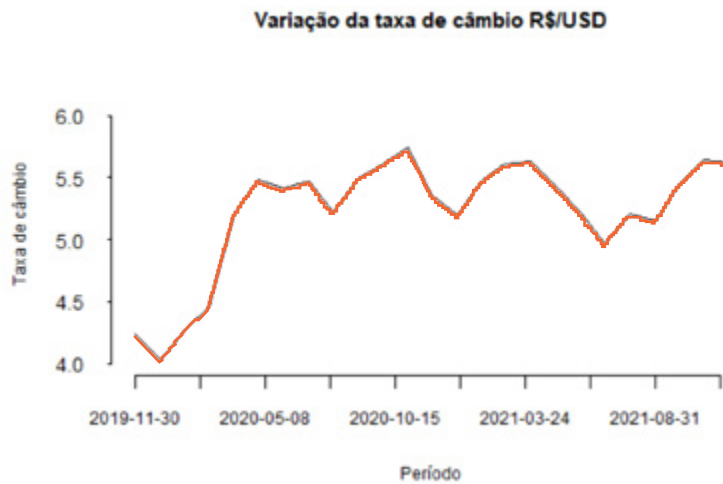


Figura 2: Variação da taxa de câmbio Real / Dólar americano ao longo dos últimos 18 meses.

A reação do Banco Central do Brasil à ameaça inflacionária resultou na maior subida da taxa básica de juros desde o período 2002-2003. Independentemente do impacto da ação do Bacen na inflação de 2022, seu impacto nas contas públicas, via custo de financiamento da dívida, não será desprezível. Uma taxa Selic ao final do ciclo de aperto monetário de 11% a.a. deve gerar um custo adicional de aproximadamente R\$300 bilhões por ano ao cofre federal.

No front externo, o destaque tem sido a atuação do Federal Reserve, que na sua reunião de dezembro decidiu, como amplamente esperado pelo mercado, aumentar o ritmo mensal da redução de compras de ativos, reduzindo assim as injeções de liquidez e fazendo com que o mercado passe a projetar um aumento da taxa básica de juros para algum momento em 2022. O primeiro banco central de uma grande economia a aumentar a taxa de juros foi o The Bank of England, que subiu sua taxa para 0,25% a.a. na primeira quinzena de dezembro, seguido por diversas outras autoridades monetárias, entre elas, Rússia, México, Chile e Hungria, para citar algumas. A inflação global, vista como um fenômeno passageiro, claramente dá sinais de que será mais persistente do que anteriormente cogitado. O aumento generalizado visto nos preços internacionais de commodities no segundo semestre de 2020 e no primeiro semestre de 2021 também parece mais perene do que inicialmente imaginado, como podemos ver na Figura 3.

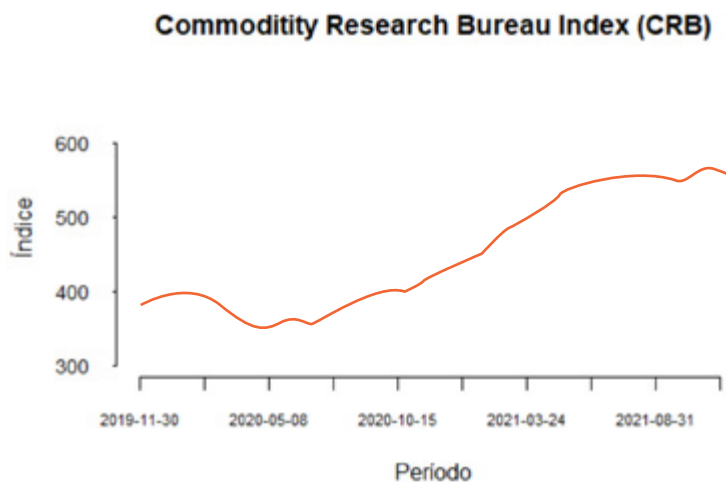


Figura 3: CRB Index nos últimos 24 meses. Fonte: Bloomberg.



Dadas as condições adversas, transitórias e estruturais do mercado brasileiro aqui discutidas, falemos agora do desempenho do Daemon Nous no último trimestre do ano. Nosso retorno foi de 5,63% no trimestre, fechando o ano de 2021 com um retorno total de 18,37% e um índice de sharpe de 1.30. O resultado acumulado desde o lançamento do fundo é de 44,73%. Nossa estratégia de decorrelação com o mercado brasileiro segue funcionando perfeitamente, como podemos observar na Figura 4, onde claramente nossa correlação com os índices de referência segue convergindo para zero.

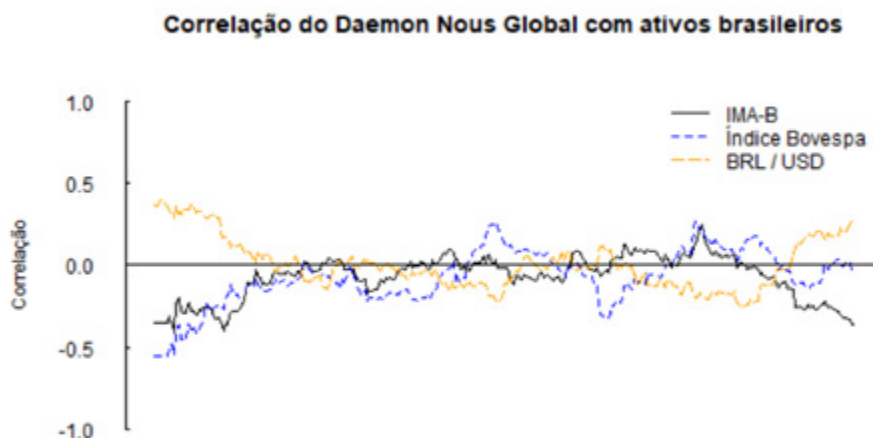


Figura 4. Correlação rolada de 90 dias do retorno do Daemon Nous Global com os principais índices brasileiros

No mês de agosto fizemos ajustes importantes no nosso sistema de controle de volatilidade e estimação de covariância, que permitiram uma aderência ainda maior à nossa volatilidade alvo de 10% a.a. A Figura 5 ilustra a volatilidade realizada no segundo semestre de 2021.

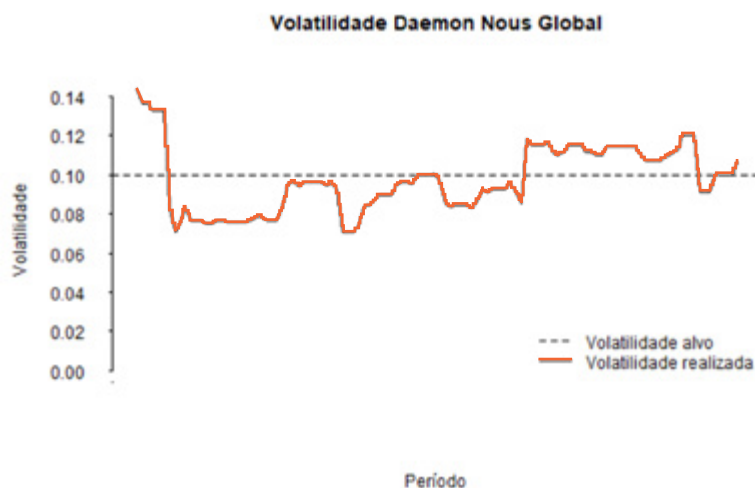


Figura 5. Volatilidade rolada de 21 dias úteis realizada no segundo semestre de 2021.



Do ponto de vista de geração de resultado, o maior destaque ficou com a carteira de ações no Brasil, em especial com as estratégias de valor, sendo o segundo lugar ocupado pelas posições em commodities industriais e agrícolas. Como já amplamente discutido, não mantemos qualquer viés direcional em ativos brasileiros, sendo assim o resultado da carteira local proveniente exclusivamente de operações *long and short* calculadas pelas nossas estratégias de *momentum* e valor relativo. A Tabela 1 demonstra a composição do resultado no ano de 2021 por classe de ativos, enquanto a Tabela 2 demonstra a origem geográfica do resultado.

	Jan 2021	Fev 2021	Mar 2021	Abr 2021	Mai 2021	Jun 2021	Jul 2021	Ago 2021	Set 2021	Out 2021	Nov 2021	Dez 2021	Total 2021
Ações	-2,61%	1,56%	3,27%	1,87%	-2,30%	-1,23%	1,08%	0,69%	2,23%	3,40%	1,49%	2,47%	11,93%
Commodities agrícolas	1,74%	0,59%	0,16%	2,99%	-1,07%	-0,61%	-1,19%	0,67%	-0,41%	0,39%	-0,87%	0,74%	3,14%
Commodities industriais	-0,43%	1,76%	-1,01%	2,16%	0,90%	1,27%	-1,10%	-0,79%	2,89%	-0,16%	-0,86%	-0,41%	4,21%
Índices de ações	0,19%	0,31%	0,67%	0,37%	0,87%	0,18%	0,13%	0,56%	-0,68%	0,25%	-0,37%	0,26%	2,73%
Juros	-0,94%	-1,23%	-0,07%	-0,19%	0,02%	0,05%	1,24%	0,06%	-0,98%	-0,17%	-0,02%	-0,42%	-2,65%
Moedas	0,21%	-0,38%	0,51%	0,17%	1,46%	-0,77%	-0,47%	0,12%	-0,18%	0,61%	-0,09%	0,59%	1,79%
Volatilidade	0,00%	-0,02%	0,07%	-0,05%	0,02%	0,02%	-0,10%	0,08%	-0,19%	0,16%	-0,54%	0,15%	-0,40%
Caixa e despesas	-0,24%	0,11%	-0,55%	-1,46%	-0,15%	0,16%	0,01%	-0,09%	-0,26%	-0,92%	0,30%	-0,38%	-2,39%
Total	-2,07%	2,69%	3,05%	5,86%	-0,24%	-0,92%	-0,40%	1,31%	2,41%	3,55%	-0,97%	3,00%	18,37%

Tabela 1. Distribuição do resultado por classe de ativo em 2021

	Jan 2021	Fev 2021	Mar 2021	Abr 2021	Mai 2021	Jun 2021	Jul 2021	Ago 2021	Set 2021	Out 2021	Nov 2021	Dez 2021	Total 2021
Alemanha	-0,17%	0,01%	-0,06%	-0,04%	0,02%	0,13%	-0,37%	0,22%	-0,02%	0,45%	-0,59%	0,06%	-0,36%
Australia	0,04%	0,02%	0,03%	0,04%	0,07%	0,11%	0,03%	0,06%	-0,05%	0,01%	-0,02%	0,01%	0,35%
Brasil	-4,92%	1,10%	2,32%	1,93%	-1,38%	0,69%	-0,51%	1,06%	0,88%	2,37%	1,55%	3,33%	8,58%
Canada	-0,14%	0,04%	0,05%	-0,05%	-0,03%	-0,21%	0,12%	-0,00%	-0,36%	-0,50%	0,13%	0,15%	-0,80%
China	0,64%	1,29%	-1,43%	2,71%	2,22%	-0,63%	-1,12%	-0,46%	-0,12%	0,38%	0,08%	0,36%	3,92%
Coreia do Sul	0,14%	0,11%	0,08%	-0,06%	-0,15%	-0,28%	0,40%	-0,05%	-0,17%	-0,08%	-0,08%	-0,14%	-0,28%
França	0,06%	-0,25%	0,20%	0,04%	0,08%	0,04%	-0,17%	0,12%	0,38%	0,30%	-0,33%	0,21%	0,68%
Índia	0,10%	-0,42%	0,29%	-0,11%	0,28%	-0,24%	0,01%	0,44%	-0,15%	-0,07%	0,01%	0,08%	0,22%
Itália	-0,38%	-0,08%	0,18%	-0,05%	0,05%	0,01%	0,11%	0,03%	-0,06%	-0,08%	-0,04%	-0,14%	-0,43%
Japão	-0,20%	-0,27%	0,76%	-0,35%	0,09%	0,39%	0,26%	-0,20%	-0,25%	0,27%	0,02%	-0,18%	0,34%
Mexico	-0,18%	-0,01%	0,03%	0,07%	0,21%	-0,07%	-0,00%	0,00%	-0,18%	-0,08%	-0,20%	0,17%	-0,24%
Nova Zelandia	-0,04%	-0,01%	-0,06%	-0,01%	0,01%	-0,04%	-0,01%	-0,06%	-0,05%	-0,02%	-0,08%	-0,02%	-0,38%
Singapura	-0,01%	0,02%	-0,04%	0,02%	-0,08%	-0,02%	-0,20%	-0,10%	-0,07%	-0,06%	-0,07%	-0,28%	-0,90%
Suecia	0,01%	0,01%	0,04%	0,01%	0,01%	-0,09%	0,02%	-0,00%	-0,01%	0,01%	-0,01%	0,02%	0,02%
Suiça	-0,16%	0,01%	0,22%	-0,04%	0,16%	-0,04%	0,05%	0,17%	-0,19%	0,00%	-0,04%	0,10%	0,24%
UK	0,46%	0,37%	-0,43%	0,37%	-0,03%	0,88%	0,01%	0,34%	1,80%	0,36%	0,05%	-0,16%	4,02%
US	2,71%	0,79%	0,89%	1,42%	-3,32%	-1,56%	1,18%	0,01%	1,58%	1,19%	-1,65%	0,24%	3,47%
Caixa despesas e outros	-0,07%	-0,03%	-0,01%	-0,03%	1,55%	-0,01%	-0,22%	-0,26%	-0,54%	-0,91%	0,30%	-0,80%	-0,08%
Total	-2,07%	2,69%	3,05%	5,86%	-0,24%	-0,94%	-0,40%	1,31%	2,41%	3,55%	-0,97%	3,00%	18,37%

Tabela 2. Distribuição geográfica do resultado em 2021

Apresentamos recorrentemente as vantagens da diversificação do portfólio do Nous, tanto do ponto de vista geográfico, quanto do ponto de vista de estratégias e suas implementações. O resultado desta diversificação fica claro quando comparamos o retorno das quotas do Daemon Nous no ano de 2021 com os principais fundos multimercado da indústria brasileira. O ano foi, de forma geral, desafiador para a indústria. A mediana dos retornos dos 36 fundos usados nesta comparação foi de 62 pontos-base no ano, um número ligeiramente inferior ao divulgado pela Economática, calculado com base em um universo maior, de 67 pontos-base.

A diversificação do nosso portfólio, porém, mais uma vez se mostrou adequada e resiliente. Para efeito de comparação, o retorno do Daemon Nous encontra-se no percentil 99 da série utilizada para comparação. A Figura 6 representa um *boxplot* dos retornos dos fundos multimercado, com estratégias macro e quantitativas, no ano de 2021.

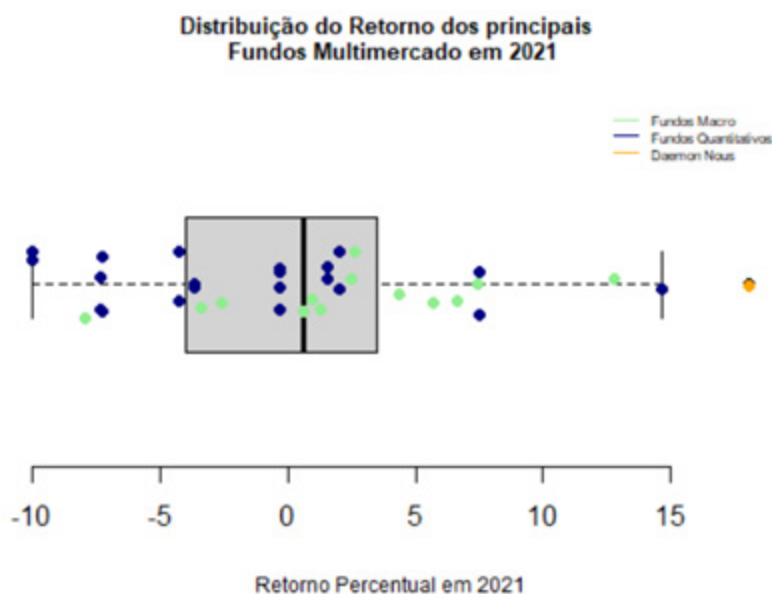


Figura 6. *Boxplot* dos retornos dos 36 principais fundos multimercados brasileiros. A forma de ler este gráfico é a seguinte: a barra vertical à esquerda representa o valor mínimo da série; o lado esquerdo da caixa representa o primeiro quartil; a linha interna dentro caixa representa o segundo quartil (mediana), a lado direito da caixa representa o terceiro quartil; a linha vertical à direita representa o valor máximo (desconsiderado os outliers); enquanto o último ponto à direita representa o outlier da série. Para definição de outliers a regra aplicada é Limite Inferior = Primeiro Quartil - 1,5 * (Terceiro Quartil - Primeiro Quartil), e Limite Superior = Terceiro Quartil + 1,5 * (Terceiro Quartil - Primeiro Quartil).

Vale ressaltar que todos os dados usados nesta análise são públicos, de forma que ela pode ser facilmente replicada.

Por fim, utilizei boa parte desta carta para elencar preocupações, não só de curto prazo, relacionadas ao processo eleitoral de 2022, mas também questões estruturais, que, infelizmente, não imagino haver condições para serem endereçadas no futuro próximo, independentemente do resultado das urnas no próximo ano. Feliz ou infelizmente, a Segunda Lei da termodinâmica, em especial a abordagem probabilística proposta por Maxwell, parece oferecer ótimas explicações também para fenômenos sociais, que muito nos interessam quando fazemos a gestão de investimentos. Nosso propósito, com a criação de nossa família de produtos quantitativos sempre foi e continuará sendo a geração de retorno decorrelacionado dos principais indicadores brasileiros para nossos investidores. Tal diversificação nunca me pareceu tão necessária.

Até mais,

Sérgio Rhein Schirato, PhD



MAKING  DIFFERENCE

[Invista conosco](#)